

**Avis d'expertise indépendante
sur la simplification de la structure
du groupe Eurotunnel**

2 mars 2009

Le présent document comporte 20 pages dont 6 pages d'annexes

SOMMAIRE

- I. Présentation de l'expert**
- II. Mission et moyens**
- III. Diagnostic financier et contexte de l'opération**
- IV. Projections d'excédents de trésorerie utilisées**
- V. Approche DCF**
- VI. Approche analogique**
- VII. Analyse des travaux d'évaluation des titres**
- VIII. Equité & conclusions**

Annexe 1 : présentation du modèle TRIVAL

Annexe 2 : détermination du WACC

Annexe 3 : détail des projections financières

I. PRÉSENTATION DE L'EXPERT

Associés en Finance, société indépendante détenue par des associés personnes physiques, est sans conflit d'intérêt dans ses domaines d'intervention.

Elle a une expérience de plus de trente ans dans les systèmes d'information, d'évaluation de sociétés et les modèles de valorisation. Elle a effectué de nombreuses missions de conseil et d'expertise indépendante (cf. le site www.associes-finance.com).

Associés en Finance a développé et entretient en permanence un modèle d'évaluation, TRIVAL, et dispose donc de bases de données propriétaires. TRIVAL s'appuie sur des analyses fondamentales. Il rend compte, pour chacune des 445 sociétés suivies, dont 66 opèrent dans les infrastructures (télécommunications, services publics et concessions), d'un taux de rentabilité interne par actualisation d'excédents de trésorerie, d'un niveau de risque anticipé et d'une mesure de la liquidité du titre en bourse. Cette analyse est réalisée par une équipe d'une douzaine d'analystes financiers, constituant le bureau d'études indépendant d'Associés en Finance.

Associés en Finance a réalisé sur les vingt-quatre derniers mois les missions suivantes d'expertise indépendante sur des titres cotés :

	Objet	Acquéreur/Emetteur	Banque Conseil
2006-07	Restructuration globale de la dette	Infogrames Entertainment	Rothschild & Cie
2007	Offre de rachat des actions Newsweb	Lagardère	BNP Paribas
2007	Valorisation de <i>stock-options</i>	Devoteam	
2007-08	Valorisation de <i>stock-options</i>	Gameloft	
2007	Emission d'Obsaar	Acadomia	Crédit du Nord
2007	Emission d'Obsaar	Radiall	Oddo
2007	Emission d'Obsaar	Bonduelle	Oddo
2007	OPA/OPE sur Business Interactif	Publicis Groupe	Lazard
2007	Emission d'Obsaar	Groupe Open	Oddo
2007	Valorisation des BSA	IDI	
2007	Emission d'ORANE	Infogrames Entertainment	Lazard
2007	OPA/RO sur les actions COSTIMEX	Groupe Soufflet	CIC Crédit Mutuel
2008	Emission d'Obsaar	EPI	Oddo
2008	Emission d'Obsaar	Proméo	Oddo
2008	Emission d'Obsaar	AKKA Technologies	Natixis
2008	OPA sur Doctissimo	Lagardère	HSBC
2008	Emission d'Obsaar	LVL Médical	Oddo
2008	Emission d'Obsaar	Assystem	Oddo
2008	Emission d'Obsaar	STS Group	B. Palatine

	Objet	Acquéreur/Emetteur	Banque Conseil
2008	Prolongation des BSAR 2006	CS Communication et Systèmes	
2008	OPR-RO sur les actions LUCIA	Caisse de dépôts et placements du Québec	BNP Paribas
2009	OPR-RO sur les actions Léon de Bruxelles	OFI Private Equity	Société Générale

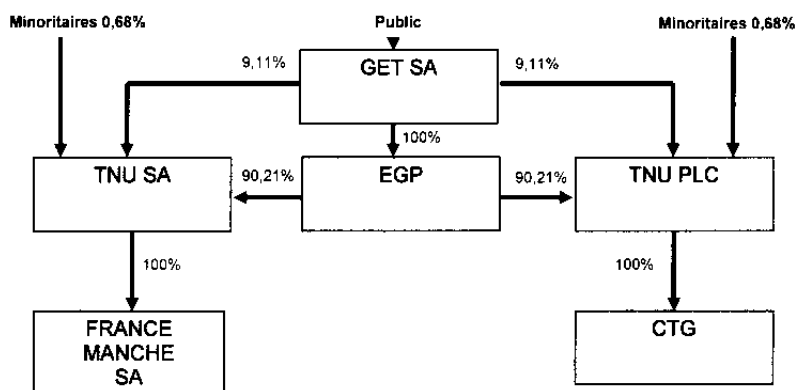
II. MISSION ET MOYENS

Afin de simplifier sa structure actuelle, le groupe Eurotunnel (« Groupe ») a initié une restructuration juridique, qui implique notamment l'absorption de TNU SA par Groupe Eurotunnel S.A. (« GET SA »).

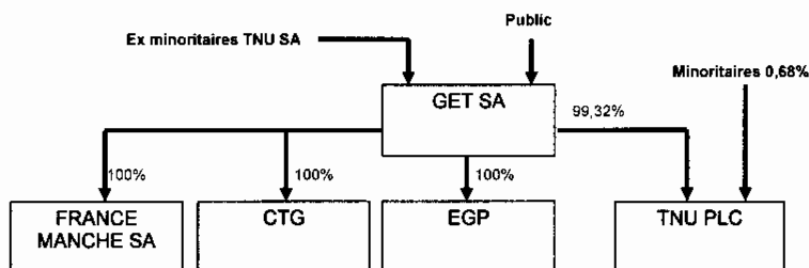
Dans le cadre du traité de Canterbury, un contrat de concession (« Concession ») a été signé le 14 mars 1986 entre les Etats français et britannique d'une part, et France Manche SA (« FM ») et The Channel Tunnel Group (« CTG ») d'autre part.

Le conseil d'administration de GET SA, qui détient directement et indirectement 99,32 % de TNU SA, a demandé à Associés en Finance, expert indépendant au sens du rapport de l'AMF du 13 avril 2005, de lui remettre un rapport relatif notamment (i) à la valeur de la Concession, (ii) à la valeur de l'Emprunt Obligataire Amendé (« EOA ») et (iii) à la valeur des actions CTG. La mission recouvre également la vérification de toutes les évaluations préalables à l'établissement de la parité de fusion entre GET SA et TNU SA.

Organigramme actuel



Nouvelle structure



Le projet de simplification de la structure du Groupe qui va être mis en œuvre comprend les étapes suivantes :

- Cession à GET SA de la participation d'Eurotunnel Group UK PLC (« EGP ») dans TNU SA et dans TNU PLC à sa valeur réelle ;
- Cession de CTG à TNU SA à sa valeur réelle ;
- Jumelage des actions de FM et CTG ;
- Novation par changement de débiteur de la partie de l'EOA détenue par Eurotunnel Group UK PLC (« EGP ») sur Eurotunnel Finance Limited (« EFL »), CTG devenant débiteur en lieu et place d'EFL.
- Cession par EGP à GET SA des créances détenues au titre de l'EOA, à leur valeur réelle. L'EOA est issu du rachat des dettes obligataires de l'ancien groupe Eurotunnel lors de la restructuration financière de celui-ci en 2007. C'est une créance désormais interne au Groupe, détenue par EGP sur FM et CTG (à la suite de la novation susvisée). Ses caractéristiques sont celles d'une dette subordonnée de très long terme ;
- Déjumelage des actions de TNU SA et de TNU PLC pour permettre la fusion ;
- Fusion-absorption de TNU SA par GET SA ;
- Capitalisation partielle des créances au titre de l'EOA détenues par GET SA sur FM et CTG.

Associés en Finance n'entretient aucun lien juridique, capitalistique ou de dépendance économique avec les parties et leurs actionnaires, ni n'effectue actuellement de mission de nature à le mettre en position de conflit d'intérêt pour l'appréciation de cette opération. Associés en Finance considère donc remplir les critères d'indépendance requis pour effectuer cette mission.

Associés en Finance a disposé des délais nécessaires et s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données qui incorporent des sociétés opérant dans la gestion d'infrastructures, sur ses entretiens et réunions avec la Direction du Groupe et ses conseils ainsi qu'avec les commissaires à la fusion.

Outre les deux associés signataires, l'effectif dévolu à l'exécution de cette mission comprend l'analyste en charge du secteur, un analyste en charge de la modélisation et un associé en charge du contrôle qualité.

Les honoraires perçus pour cette mission s'élèvent à 125 000 euros HT.

Notre programme de travail depuis le 2 février 2009 a compris les points suivants :

- analyse des documents de référence, informations réglementées et notes d'opérations, publiés par le Groupe
- discussions avec la direction du Groupe sur les paramètres de modélisation
- exploitation des bases de données propres ou externes relatives aux sociétés du secteur et aux emprunts subordonnés
- analyse financière
- évaluation de la Concession, puis de l'EOA, puis des fonds propres des sociétés concessionnaires (FM et CTG)
- évaluation en transparence des différentes entités par réévaluation des actifs et passifs.

III. DIAGNOSTIC FINANCIER ET CONTEXTE DE L'OPÉRATION

Le Groupe a été profondément restructuré depuis 2005, d'une part d'un point de vue opérationnel avec une réduction des charges et la redéfinition de la politique commerciale, d'autre part grâce à la restructuration financière de 2007 qui a permis de réduire l'endettement de moitié.

Les recettes du Groupe proviennent principalement :

- à plus de 60 % des navettes ferroviaires opérées en propre par le Groupe pour le transport des poids lourds et véhicules légers ;
- à 37 % des péages de chemin de fer (Eurostar ou fret ferroviaire).

Atouts / Opportunités

- gain de temps et régularité. Ces deux atouts fondamentaux ont permis d'orienter avantageusement la politique tarifaire ;
- développement général du transport ferroviaire. L'extension des lignes à grande vitesse élargit le nombre de destinations (Pays-Bas, Allemagne) et donc de passagers ;
- Le fret ferroviaire est favorisé par les préoccupations écologiques. Le tunnel pourrait ainsi bénéficier d'un transfert de trafic avec de nouvelles liaisons directes au réseau ferré belge ;
- Concession prolongée jusqu'en 2086 ;
- savoir-faire dans la gestion de l'infrastructure et des matériels ;
- sensibilité de la concurrence (transports maritimes) au coût du pétrole.

Faiblesses / Menaces

- structure binationale, avec deux fiscalités et une gestion en euro et en livre sterling ;
- coût des assurances en liaison avec les accidents ;
- coût du renouvellement du matériel ;
- sensibilité à la conjoncture économique, en particulier au Royaume-Uni ;
- potentiel d'accroissement du trafic limité par les contraintes techniques ou de sécurité.

Comptes passés

Compte tenu de la restructuration financière significative intervenue en 2007, les comptes antérieurs à 2007 sont peu pertinents. La forte variation de la parité €/£ rendra difficile la comparaison des comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2008 avec les comptes antérieurs.

L'exploitation génère un besoin en fonds de roulement très réduit. Les dettes externes s'élèvent aujourd'hui à 1 968 millions d'euros (M€) et 1 512.7 millions de livres sterling (M£). Leur coût actuariel, compte tenu des hausses de taux d'intérêt sur certaines tranches à partir de 2012, s'élève à 7.27 % sur la base de leur valeur comptable.

Le Groupe bénéficie d'un déficit fiscal très important.

IV. Projections d'excédents de trésorerie utilisées

Modèles développés par la société

Les caractéristiques de la Concession, un lien ferroviaire ayant déjà quatorze années d'existence, permettent d'extrapoler les excédents de trésorerie sur la période courant jusqu'à la fin de la Concession. Ces informations sont stratégiques pour l'ensemble des créanciers dont les dettes ne seront remboursées qu'en 2051. A la différence de l'évaluation d'autres actifs, il n'est pas ici nécessaire de se référer à une valeur de fonds de commerce ou à une valeur terminale issue de la capitalisation de flux normatifs, puisque l'évaluation peut être réalisée intégralement avec des excédents de trésorerie explicites à très long terme. C'est pourquoi la valeur intrinsèque des flux est la seule valeur pertinente et que les méthodes analogiques ne s'appliquent pas à ce cas particulier. Celles-ci ont avant tout pour vocation de corroborer le résultat obtenu avec les méthodes intrinsèques, y compris la valeur terminale lorsque celle-ci est prépondérante dans la valeur d'actualisation des flux.

Les projections sont établies sur la base de l'utilisation du tunnel selon les différents types de clientèle et des parts de marché acquises. Les hypothèses de croissance du chiffre d'affaires sont prudentes puisque le taux de croissance 2008-2086 s'élève à 2.6 %. La rentabilité évolue de manière parallèle avec un résultat brut d'exploitation (*EBITDA*) en croissance de 3 % par an. Les taux de croissance extériorisés ne sont pas fondamentalement différents des taux de croissance « à l'infini » habituellement utilisés.

L'investissement dans le parc de navettes (locomotives et wagons) se fait sur la base d'un renouvellement tous les trente ans.

La prolongation de la Concession jusqu'en 2086 a pour contrepartie un accroissement des taux d'imposition, actuellement de 28 % au Royaume-Uni et 34.4 % en France, à un taux unique de 59.9 % à partir de 2052.

Hypothèses utilisées par Associés en Finance

Associés en Finance a utilisé un modèle prenant en compte le ralentissement économique actuel. Le besoin en fonds de roulement a été évalué à 2 % du chiffre d'affaires. Les intérêts tiennent compte de la conversion en taux fixe de la dette initialement libellée à taux variable et d'une hypothèse d'inflation à 1.8 % pour les intérêts indexés sur cet indice.

Le taux d'impôt combiné a été retenu à 30.8 % sur la base des résultats imposables prévus dans chacun des deux pays et à 59.9 % à partir de 2052.

Une dernière hypothèse structurante est le niveau de la parité de £ 1 / 1.20 € retenu. Ce niveau correspond à la moyenne observée sur les douze derniers mois.



V. APPROCHE PAR L'ACTUALISATION DES EXCÉDENTS DE TRÉSORERIE (DCF)

Actifs de la Concession

A partir des projections de flux élaborées par Associés en Finance pour chacune des sociétés de l'échantillon TRIVAL, on régresse les taux actuariels (TRI), obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et avant impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière sur une base diluée, ajustée de la valeur de marché des intérêts minoritaires et des participations non consolidées, et majorée de la valeur des dettes nettes), avec les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre.

Cette régression permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux avant impôt (WACC). Les banques sont exclues de ce calcul. La régression des WACC est de bonne qualité statistique (coefficient de détermination R2 de 65 %).

La méthode consiste à replacer le Groupe dans l'échantillon TRIVAL selon son risque opérationnel et la taille de ses actifs. Ces deux facteurs se déterminent de la façon décrite ci-après.

Le risque opérationnel anticipé pour le Groupe ressort à 0.87, soit le niveau de risque dans le modèle des grands groupes d'électricité, de télécommunications ou de loisirs tourisme comme la Compagnie des Alpes (concessions de remontées mécaniques dans les stations de sport d'hiver). Le Groupe présente deux caractéristiques de risque particulières, l'une liée à la forte durée des flux (délai pour obtenir des dividendes significatifs), l'autre aux risques d'accidents (accidents de poids lourds, autres accidents graves) qui peuvent paralyser l'infrastructure et réduire d'autant les recettes. Le facteur taille ressort à 0.94 sur la base de 6.1 milliards d'euros, soit la valeur des dettes et de la capitalisation boursière diluée.

Le coût moyen pondéré du capital du Groupe s'élève à 10.48 % avant impôt sur la base de la moyenne sur les *cinq* dernières années des primes de marché estimées par Associés en Finance. Cette période de cinq ans permet de prendre en compte tant des périodes de hausse des marchés actions que des périodes de baisse. Le taux utilisé correspond à titre illustratif à un niveau du

CAC 40 de 4600 points. Les attributs de la société conduisent à un coût du capital de 10.48 % décomposé entre une prime de risque spécifique de 6.88 % (7.9 % x 0.872), une prime de taille de 3.03 % (3.2 % x 0.94) et un résidu de 0.57 %. Le taux obtenu est très voisin du taux d'actualisation de 7 % *après impôt* utilisé par la société pour le calcul de test de dépréciation de la valeur des actifs.

Les flux actualisés sont égaux au résultat brut d'exploitation majoré de l'incidence de l'utilisation du déficit fiscal et diminué des investissements en matériel et besoin en fonds de roulement. La valeur des actifs s'établit à 6.924 milliards d'euros, dont 989 millions d'euros au titre de l'utilisation du déficit fiscal.

Sensibilité des valeurs

Parité £/€				
M€	1.05	1.2	1.35	Ecart absolu
Concession	6895	6924	6953	0%
Dettes	3556	3783	4010	6%
Solde	3338	3141	2943	6%
Croissance EBITDA				
M€	2.44%	3.03%	3.47%	
Concession	6175	6924	7650	11%
Dettes	3783	3783	3783	0%
Solde	2392	3141	3867	23%
Taux d'actualisation				
	9.98%	10.48%	10.98%	
Concession	7382	6924	6518	6%
Dettes	3783	3783	3783	0%
Solde	3599	3141	2735	14%

La valeur est peu sensible au niveau de la parité de change utilisée. Celle-ci est deux fois plus sensible à une modification du taux de croissance du résultat brut d'exploitation (*EBITDA*) qu'à une variation du taux d'actualisation. Le cas défavorable correspond à une baisse de *plus de 26 % des excédents de trésorerie sur la durée de la Concession* après investissements et avant service de la dette et paiement des dividendes. Cette baisse n'a pas d'incidence sur le paiement des intérêts et des remboursements et justifie la prise en compte en valeur comptable de la dette senior.

Emprunt Obligataire Amendé (EOA)

La différence entre la valeur de la Concession et les dettes représente la valeur des fonds propres consolidés du Groupe, qui est retenue pour GET SA dans l'établissement du rapport de fusion à 3.3 milliards d'euros après ajustement des autres actifs et passifs, essentiellement du fait de dettes intra-groupe.

Le solde entre la valeur de la Concession et les dettes externes doit être réparti entre la valeur de la dette interne (l'EOA) et la valeur des fonds propres des sociétés concessionnaires FM et CTG.

Les dettes externes sont prioritaires, c'est-à-dire que l'EOA, tant pour le paiement des intérêts que pour son remboursement, est par nature subordonné de très long terme.

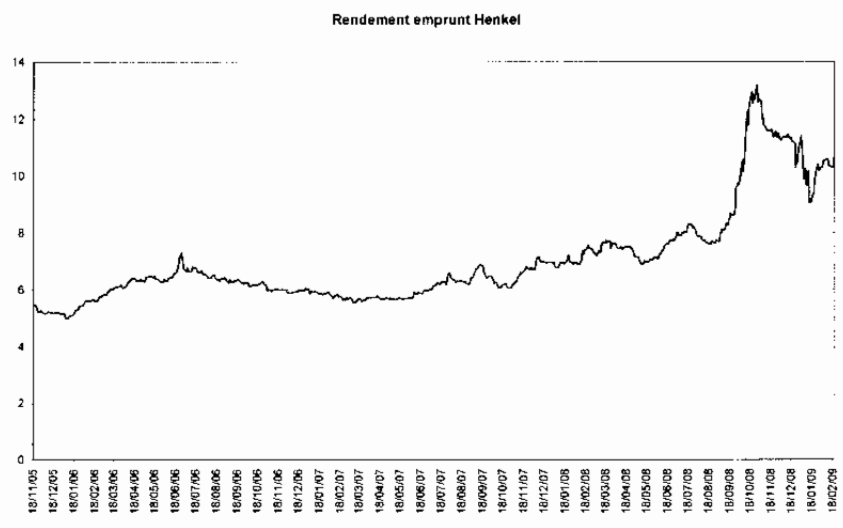
La Concession ayant été évaluée sur la base de la moyenne des primes de risque et de taille, c'est-à-dire dans des conditions de marché « non historiquement exceptionnelles », le rendement de l'EOA doit être estimé de manière cohérente. Son taux est objectivement situé entre le coût de la dette externe, 7.27 %, et le coût moyen du capital utilisé, 10.48%.

D'un point de vue d'équité, plus la rentabilité exigée de l'EOA est élevée, plus elle réduit le montant des dividendes disponibles après paiement des intérêts de celui-ci, donc la valeur des fonds propres des sociétés concessionnaires et donc la parité TNU SA / GET SA. La valeur de l'EOA extériorise le préciput détenu par les actionnaires de GET SA, via EGP, sur les sociétés concessionnaires, dont ils sont par ailleurs les actionnaires largement majoritaires. La valeur des fonds propres des sociétés concessionnaires majorée de la valeur de l'EOA doit être de plus cohérente avec la différence entre la valeur de la Concession et les dettes externes

Deux approches ont été adoptées. La première est analogique, se référant à la rentabilité exigée par le marché pour des emprunts comparables à l'EOA. La seconde est intrinsèque dans la mesure où la somme de la valeur de l'EOA et des fonds propres des sociétés concessionnaires doit être égale à la différence entre la valeur de la Concession et la valeur des dettes externes.

Les emprunts subordonnés cotés sur les marchés sont essentiellement des titres émis par les banques ou les compagnies d'assurances pour leur besoin de *Tier One* (fonds propres bancaires réglementaires) ou de marge de solvabilité (couverture des risques de sinistre pour les assureurs). La majorité de ces emprunts présente une option de remboursement au gré de l'émetteur ou des modalités d'échange en actions, ce qui n'est pas le cas pour l'EOA.

Le graphique suivant indique le rendement actuariel de l'emprunt subordonné Henkel 2049, un des plus comparables avec l'EOA. Il présente un *spread* historique moyen de 165 points de base par rapport à celui des obligations notées BBB+.



Comme l'indique le graphique, le rendement actuariel exigé à mi-septembre 2008, avant la dislocation des marchés liée à la faillite de Lehman Brothers, s'élevait à 8 %. Ce taux est par ailleurs cohérent avec la moyenne des rendements observés sur l'emprunt Henkel auquel doit s'ajouter un *spread* spécifique à la société.

Valeur de l'EOA et des fonds propres des concessionnaires

Le coût des fonds propres du Groupe ressort à 10.22 % après impôt sur la base des paramètres de marché moyens sur la période 2004-2009 issus du modèle TRIVAL :

Prime de risque spécifique : $5.62 \% \times 1.208 = 6.79 \%$

Prime spécifique d'illiquidité : $0.71 \% \times 0.99 = 0.71 \%$

Résidu : 2.73 %

Taux d'actualisation : $6.79 \% + 0.71 \% + 2.73 \% = 10.22 \%$

Le risque anticipé et le coefficient d'illiquidité sont cohérents avec les attributs déterminés pour le calcul du coût moyen pondéré du capital. Le risque opérationnel a été « réendetté », et l'illiquidité est déterminée à partir de la capitalisation boursière de GET sur une base diluée, soit 599 millions de titres.

La valeur des fonds propres des sociétés concessionnaires est égale à la valeur actualisée des dividendes après le paiement des intérêts et le remboursement de l'EOA. La valeur de celui-ci est calculée par l'actualisation des flux au taux de rentabilité retenu. Sa décote provient du fait que les intérêts ne peuvent être intégralement versés entre 2009 et 2014. Les deux valeurs (valeur des fonds propres des sociétés concessionnaires et valeur de l'EOA) sont donc interdépendantes.

La valeur des concessions, 6924 millions d'euros, minorée des dettes, 3783 millions d'euros, est égale à 3141 millions d'euros. Avec un taux de rendement actuariel de 8 % pour l'EOA, cette somme se répartit à hauteur de 2391.3 millions d'euros pour l'EOA, soit 92.8 % du nominal, et 749.4 millions pour les fonds propres réévalués des sociétés concessionnaires. L'utilisation de taux inférieurs ou supérieurs ne permet pas d'obtenir des valeurs cohérentes avec l'évaluation de la Concession.

Le taux de 8 % pour l'EOA permet de répartir intégralement le solde de valeur. Ce taux présente un *spread* de 73 points de base par rapport au coût de la dette. Celui-ci inclut déjà une marge de crédit significative compte tenu de son caractère de dette de très long terme.

La valorisation de la Concession, calculée sur la base de paramètres de marché calculés en moyenne sur la période 2004-2009, est favorable au traitement des intérêts minoritaires. La prise en compte des paramètres de marché du début de l'année 2009 ne permettrait pas de reconnaître une valeur tangible aux fonds propres des sociétés concessionnaires.

VI. APPROCHE ANALOGIQUE

La méthodologie appliquée pour cette évaluation repose sur l'actualisation d'excédents de trésorerie entièrement explicites sur soixante dix-huit années sur la base de taux d'actualisation calculés en moyenne sur cinq ans. L'application de méthodes analogiques supposerait l'existence de concessions avec le même profil de flux et le même risque associé que ceux de la Concession.

VII. VALEUR DES SOCIÉTÉS UTILISÉES POUR LE CALCUL DE LA PARITÉ

La valeur de la Concession, 6924 millions d'euros, a été répartie à part égale entre FM et CTG. L'EOA a été réévalué à 92.8 % de sa valeur nominale.

Les titres CTG sont cédés par TNU PLC à TNU SA pour leur valeur réévaluée. Cette acquisition a pour contrepartie une dette interne.

Les sociétés sont réévaluées en transparence à partir de la valeur de la Concession et de l'EOA.

L'incidence sur les bilans sociaux des sociétés, après réalisation des cessions décrites en page 5, est la suivante :

	FM M€	CTG M€	TNU PLC M€	TNU SA M€	EGP M€	GET SA M€
Titres de participation valorisés				614	0	1 921
Actifs d'exploitation propres	3 462	3 462	0	-1	12	-4
Actif économique	3 462	3 462	0	613	12	1 916
Fonds propres valorisés	140	474	479	147	1 300	3 304
DF externes	1 868	1 747				-102
EOA	1 416	976				-2 391
DF intragroupe	-2	237	-479	466	-1 288	1 105
BFR Comptable	40	29				
Capitaux investis	3 462	3 462		613	12	1 916

Fonds propres TNU SA valorisés (M€) (1)	147
Fonds propres GET SA valorisés (M€)	3 304
Incidence exercice BSA	59
Dividendes	-10
Fonds propres GET SA majoré de l'incidence des BSA (2)	3 353
Valeur TNU SA / Valeur GET SA (1)/(2)	4.38%
Nombre d'actions GET SA (3)	599 495 132
Nombre d'actions TNU SA (4)	26 010 559 687
Rapport nombre d'actions (3)/(4)	2.30%
Rapport d'échange	0.00101
Nombre d'actions TNU SA pour une action GET SA	992

La parité de fusion est donc cohérente avec les valorisations indiquées dans ce rapport.

VIII. EQUITÉ & CONCLUSIONS

La valeur de la Concession a été déterminée par l'actualisation, sur la durée de la Concession, des flux de trésorerie prévisionnels disponibles pour les actifs d'exploitation au coût moyen pondéré du capital avant impôt du Groupe. Compte tenu des caractéristiques propres à la Concession (durée, infrastructures, importance des déficits fiscaux reportables, modalités de la dette externe), les méthodes analogiques, comparables boursiers ou transactions, ne sont pas pertinentes. La valeur de la Concession est calculée pour des transactions intervenant fin avril 2009.

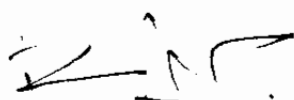
Le plan d'affaires utilisé prend en compte le ralentissement économique actuel. Les flux prévisionnels simulés avec des conditions économiques dégradées permettent d'assurer le service de la dette externe, ce qui justifie de valoriser cette dernière à sa valeur comptable. La parité livre sterling/euro sur le long terme est estimée à 1/1,20, niveau proche de sa moyenne sur les douze derniers mois. Les paramètres de marché utilisés pour l'évaluation d'une concession dont la durée restant à courir est de 78 années reprennent les moyennes sur cinq ans issues du modèle Trival d'Associés en Finance. Les flux actualisés sont égaux à la différence entre l'excédent brut d'exploitation, majoré de l'incidence des déficits fiscaux reportables, et la somme des investissements. La valeur obtenue s'élève à 6,9 milliards d'euros pour un taux d'actualisation de 10,48 % avant impôt.

L'EOA est issu du rachat des dettes obligataires de l'ancien groupe Eurotunnel lors de la restructuration financière de celui-ci en 2007. C'est une créance désormais interne au Groupe, détenue par EGP sur FM et EFL. Ses caractéristiques sont celles d'une dette subordonnée de très long terme. Elle a été évaluée au taux de 8 %, son remboursement ne pouvant intervenir qu'après remboursement total des dettes senior externes en juin 2050. Le taux de rentabilité exigé a été estimé en rapport avec ceux de ce type d'emprunt observés préalablement au dérèglement des marchés lié à la faillite de Lehman Brothers à la mi-septembre 2008. La valeur de l'EOA, compte tenu du caractère subordonné du paiement des intérêts - ces derniers étant réduits jusqu'au complet remboursement des obligations remboursables en actions, un intérêt de marché étant applicable par la suite -, s'établit à 2.4 milliards d'euros ou 92.8 % du nominal, valeur fin avril 2009.

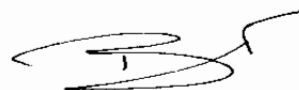
La valeur réévaluée des fonds propres des deux sociétés concessionnaires FM et CTG s'établit à 749 millions d'euros, sur la base de l'actualisation des dividendes distribuables à leurs actionnaires post paiement des intérêts et remboursement des dettes externes et de l'EOA, sur la base d'un taux d'actualisation après impôt de 10.2 %.

La valeur de 100% du capital de CTG, après réévaluation de sa quote-part de l'actif de la Concession et de l'EOA, s'établit à 473.9 millions d'euros.

La parité de fusion entre GET SA et TNU SA reprend en transparence les valorisations auxquelles nos travaux ont abouti pour la Concession et l'EOA. Les modalités de la simplification juridique du Groupe sont donc équitables pour les actionnaires de TNU SA et de GET SA.



Bertrand Jacquillat
Président Directeur Général



Daniel Beaumont
Directeur Général Délégué

Annexe 1

Présentation du modèle TRIVAL

Le modèle d'évaluation TRIVAL d'Associés en Finance permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, taux d'intérêt, spread emprunteurs). TRIVAL représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

TRIVAL est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de TRIVAL est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés.

L'univers TRIVAL

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon près de 350 sociétés de la zone Euro et 100 sociétés européennes ou nord-américaines de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 15 millions d'euros pour le plus faible à 115 milliards d'euros pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés actuellement à partir du sous-échantillon des valeurs de l'Euroland.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie

Dans un univers cohérent sur le plan monétaire et en voie d'harmonisation sur le plan fiscal, la comparaison des rentabilités anticipées est effectuée par le calcul des excédents de trésorerie disponibles à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes ... Il permet ainsi d'afficher une cohérence macroéconomique.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au

bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de treize critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Il mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement.

Le risque sectoriel est mesuré par le rapport de la volatilité de l'indice du secteur auquel appartient la valeur par rapport à celle de l'indice général.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans TRIVAL du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

Par ailleurs, cette spécification du modèle permet de mieux expliquer les valorisations puisque le coefficient de détermination (R²) de la double régression est supérieur à 65 %.

Annexe 2

La détermination du WACC (coût moyen pondéré des capitaux)

Le modèle Trival met en valeur les espérances de rentabilité pour les actionnaires, c'est-à-dire le coût des fonds propres. A partir de ces données, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (WACC).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total des capitaux employés en valeur de marche (valeur d'entreprise = capitalisation boursière, ajustée de la valeur des intérêts minoritaires et des participations, et majorée des dettes).

A partir de Trival et des flux prévus pour chaque société, il est possible de calculer directement le WACC.

A partir des projections de flux dans Trival, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée précédemment dans le paragraphe « risque anticipé », à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière). La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (WACC).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et le résidu. La qualité de la régression est satisfaisante s'agissant de données prévisionnelles, avec un R2 de 65%.

Annexe 3

Calcul de la valeur de la Concession

M€	Excédent de trésorerie après impôt	Impôt théorique différentiel	Flux Totaux	Flux Actualisés
2009	256.3	52.0	308.3	303.2
2010	320.3	73.9	394.3	351.0
2011	390.1	85.6	475.8	383.4
2012	408.4	91.5	499.9	364.6
2013	427.1	97.3	524.4	346.3
2014	462.9	108.7	571.6	341.6
2015	482.7	122.5	605.3	327.4
2016	503.9	129.1	632.9	309.9
2017	527.4	136.2	663.6	294.2
2018	569.6	144.2	713.8	286.4
2019	591.8	152.3	744.0	270.2
2020	582.2	160.8	743.0	244.2
2021	610.2	169.8	780.0	232.1
2022	629.0	179.6	808.6	217.8
2023	641.5	189.8	831.3	202.7
2024	666.6	199.7	866.3	191.2
2025	689.3	217.8	907.1	181.2
2026	716.2	229.8	946.0	171.1
2027	719.9	241.0	960.9	157.3
2028	725.4	251.5	977.0	144.7
2029	753.5	263.0	1016.5	136.3
2030	634.9	269.1	904.0	109.7
2031	599.5	274.7	874.2	95.1
2032	605.6	280.5	886.1	88.1
2033	651.1	287.0	938.0	84.5
2034	660.7	293.6	954.3	77.8
2035	670.9	300.7	971.6	71.7
2036	681.4	307.9	989.2	66.1
2037	692.7	316.5	1008.2	60.9
2038	704.0	323.0	1027.0	56.2
2039	715.9	331.1	1047.0	51.9
2040	749.0	339.5	1088.4	48.8
2041	874.5	349.8	1224.3	49.7
2042	841.0	359.5	1200.6	44.1
2043	855.5	369.8	1225.3	40.7
2044	910.1	380.7	1290.8	38.8
2045	924.3	392.0	1316.4	35.9
2046	939.6	403.6	1343.1	33.1
2047	958.4	415.4	1373.8	30.7
2048	974.9	427.5	1402.4	28.3
2049	992.1	440.0	1432.1	26.2
2050	1009.3	453.5	1462.8	24.2
2051	1151.6	467.2	1618.8	24.3
2052	1174.5	935.2	2109.7	28.6
2053	681.7	969.9	1651.6	20.3
2054	697.4	997.5	1694.9	18.8
2055	759.4	1025.0	1784.4	17.9
2056	775.5	1052.2	1827.7	16.6
2057	791.8	1080.4	1872.2	15.4
2058	808.4	1109.4	1917.8	14.3
2059	825.3	1137.5	1962.8	13.3
2060	840.1	1161.8	2001.9	12.2
2061	855.0	1186.8	2041.8	11.3
2062	897.7	1212.8	2110.5	10.6
2063	907.8	1239.1	2147.0	9.7
2064	638.8	1258.8	1897.6	7.8
2065	666.0	1279.2	1945.2	7.2
2066	743.1	1301.3	2044.4	6.9
2067	767.4	1322.0	2089.4	6.4
2068	790.8	1343.5	2134.3	5.9
2069	813.4	1365.6	2179.0	5.4
2070	835.9	1388.4	2224.3	5.0
2071	857.4	1412.0	2269.4	4.6
2072	878.6	1436.3	2314.9	4.3
2073	928.8	1462.1	2390.9	4.0
2074	1171.5	1494.2	2665.7	4.0
2075	1117.5	1525.2	2642.7	3.6
2076	1127.8	1556.7	2684.4	3.3
2077	1196.8	1590.2	2787.1	3.1
2078	1211.0	1624.3	2835.3	2.9
2079	1226.5	1659.0	2885.5	2.7
2080	1242.8	1694.3	2937.1	2.4
2081	1260.5	1730.2	2990.7	2.3
2082	1281.7	1766.8	3048.5	2.1
2083	1303.0	1804.2	3107.1	1.9
2084	1357.0	1843.0	3200.0	1.8
2085	1371.9	1882.4	3254.3	1.6
2086	1323.7	1920.8	3244.5	1.5
				6924.5

Calcul de la valeur de l'EAO et des fonds propres des sociétés concessionnaires

ME	EBITDA	BFR	Investissements	Frais financiers	remboursement dettes	Impôts payés	Solde	EAO	Flux EAO Actualisés	Dividendes	Dividendes Actualisés
2009	333.9	-0.1	77.7	208.8	0.0	0.0	47.5	47.5	46.9	0.0	0.0
2010	402.7	1.6	80.8	209.8	0.0	0.0	110.5	110.5	101.0	0.0	0.0
2011	443.4	1.0	52.3	211.4	0.0	0.0	178.8	178.8	151.3	0.0	0.0
2012	462.3	0.5	53.3	240.4	0.0	0.0	168.1	168.1	131.7	0.0	0.0
2013	482.0	0.6	54.3	241.6	45.8	0.0	139.6	139.6	101.3	0.0	0.0
2014	519.4	0.9	55.6	240.0	32.6	0.0	190.3	190.3	127.9	0.0	0.0
2015	540.1	0.6	56.8	239.3	34.4	0.0	209.0	206.1	128.2	2.9	1.6
2016	562.3	0.6	57.9	238.4	36.4	0.0	229.1	206.1	118.7	22.9	11.4
2017	587.0	0.7	58.9	237.5	25.6	0.0	264.3	206.1	109.9	58.1	26.3
2018	612.7	0.7	42.5	237.3	66.3	0.0	265.9	206.1	101.8	59.8	24.5
2019	639.4	0.7	47.0	236.0	53.0	0.0	302.8	206.1	94.3	96.7	36.9
2020	669.6	0.8	86.7	235.1	56.9	0.0	290.1	206.1	87.3	84.0	28.3
2021	701.1	0.8	90.1	234.1	61.2	0.0	314.9	206.1	90.8	108.8	33.3
2022	734.0	0.8	58.3	232.9	65.8	45.9	330.3	206.1	74.8	124.2	34.5
2023	768.4	0.9	59.5	231.5	70.7	66.5	339.4	206.1	69.3	133.2	33.5
2024	801.5	0.9	80.6	229.8	76.0	73.4	360.7	206.1	64.1	154.6	35.3
2025	838.8	0.9	62.0	227.9	81.7	86.5	379.6	206.1	59.4	173.5	35.9
2026	877.8	1.0	83.3	225.8	87.9	97.2	402.5	206.1	55.0	196.3	36.9
2027	915.2	1.0	84.6	223.4	94.5	129.8	401.9	206.1	50.9	185.8	33.4
2028	950.4	0.9	85.8	220.7	101.7	158.3	403.0	206.1	47.2	196.9	30.5
2029	987.0	0.9	47.4	217.7	109.4	185.2	426.4	206.1	43.7	220.3	30.9
2030	1011.2	0.7	172.4	214.3	117.8	203.2	303.0	206.1	40.4	96.9	12.3
2031	1035.6	0.7	216.7	210.5	126.5	218.7	262.4	206.1	37.4	56.3	6.5
2032	1060.6	0.7	220.5	206.3	136.1	233.7	263.1	206.1	34.7	57.0	6.0
2033	1086.2	0.7	185.1	201.7	146.5	249.3	302.9	206.1	32.1	96.8	9.2
2034	1112.6	0.8	186.3	196.5	157.8	264.8	306.5	206.1	29.7	100.4	8.7
2035	1139.6	0.8	187.6	190.9	169.6	280.3	310.4	206.1	27.5	104.3	8.2
2036	1167.4	0.8	189.2	184.6	182.6	296.0	314.2	206.1	25.5	108.1	7.7
2037	1196.5	0.8	190.7	177.7	196.5	312.3	318.5	206.1	23.6	112.4	7.2
2038	1225.4	0.8	192.0	170.1	211.5	328.6	322.3	206.1	21.8	116.2	6.8
2039	1255.9	0.9	193.4	161.8	227.7	345.7	326.4	206.1	20.2	120.3	6.4
2040	1286.4	0.9	172.8	152.7	206.4	363.7	389.8	206.1	18.7	183.7	8.8
2041	1318.6	0.9	58.5	144.7	269.4	384.7	450.5	206.1	17.3	254.4	11.1
2042	1350.8	0.9	107.9	130.3	202.2	401.0	508.5	206.1	16.1	302.4	12.0
2043	1384.7	1.0	112.2	118.0	161.0	416.1	576.6	206.1	14.9	370.4	13.3
2044	1419.8	1.0	72.8	105.9	170.1	435.9	634.1	206.1	13.8	428.0	14.0
2045	1455.4	1.0	74.0	93.0	167.0	456.1	664.3	206.1	12.7	458.1	13.5
2046	1492.3	1.0	75.4	80.3	202.6	476.2	656.6	206.1	11.8	450.5	12.1
2047	1530.1	1.1	77.2	63.7	200.7	493.4	684.0	206.1	10.9	487.9	11.9
2048	1569.0	1.1	78.8	46.7	212.1	514.2	715.1	206.1	10.1	510.0	11.3
2049	1609.0	1.1	80.4	28.7	224.1	535.4	739.3	206.1	9.4	533.1	10.7
2050	1650.1	1.1	81.9	9.8	115.2	557.9	684.3	206.1	8.7	678.2	12.3
2051	1692.3	1.2	59.0	0.0	0.0	481.5	1151.6	1151.6	44.9	0.0	0.0
2052	1736.8	1.2	65.2	0.0	0.0	495.8	1174.5	1174.5	42.4	0.0	0.0
2053	1782.4	1.3	120.4	0.0	0.0	979.1	661.7	634.0	21.2	47.7	0.6
2054	1829.2	1.3	125.1	0.0	0.0	1005.4	697.4			667.4	8.6
2055	1877.7	1.3	81.0	0.0	0.0	1033.0	759.4			759.4	6.5
2056	1917.7	1.3	82.6	0.0	0.0	1060.4	775.6			775.6	7.9
2057	1966.0	1.3	84.1	0.0	0.0	1088.8	791.8			791.8	7.3
2058	2013.6	1.3	86.2	0.0	0.0	1117.7	808.4			808.4	6.7
2059	2060.3	1.3	88.0	0.0	0.0	1146.8	825.3			825.3	6.2
2060	2100.8	1.2	89.6	0.0	0.0	1169.9	840.1			840.1	5.8
2061	2142.2	1.2	91.3	0.0	0.0	1194.7	855.0			855.0	5.3
2062	2184.6	1.3	65.8	0.0	0.0	1219.9	897.7			897.7	5.1
2063	2227.9	1.3	72.8	0.0	0.0	1246.1	907.8			907.8	4.7
2064	2272.2	1.3	374.3	0.0	0.0	1257.8	838.8			838.8	3.0
2065	2317.5	1.3	379.6	0.0	0.0	1270.6	866.0			866.0	2.8
2066	2363.2	1.4	330.4	0.0	0.0	1288.4	743.1			743.1	2.8
2067	2406.4	1.3	332.1	0.0	0.0	1305.5	767.4			767.4	2.7
2068	2450.4	1.3	333.9	0.0	0.0	1324.4	790.8			790.8	2.6
2069	2495.3	1.4	336.1	0.0	0.0	1344.4	813.4			813.4	2.3
2070	2541.3	1.4	338.1	0.0	0.0	1365.9	835.9			835.9	2.2
2071	2588.1	1.4	340.0	0.0	0.0	1389.2	857.4			857.4	2.0
2072	2636.0	1.5	341.9	0.0	0.0	1414.1	878.6			878.6	1.9
2073	2684.9	1.5	313.4	0.0	0.0	1441.2	928.8			928.8	1.8
2074	2734.9	1.5	81.2	0.0	0.0	1480.6	1171.5			1171.5	2.1
2075	2785.9	1.6	149.8	0.0	0.0	1517.0	1117.5			1117.5	1.8
2076	2838.0	1.6	155.8	0.0	0.0	1553.0	1127.6			1127.6	1.6
2077	2891.3	1.6	100.8	0.0	0.0	1592.0	1196.8			1196.8	1.6
2078	2945.7	1.7	102.8	0.0	0.0	1630.3	1211.0			1211.0	1.4
2079	3001.3	1.7	104.7	0.0	0.0	1668.3	1226.5			1226.5	1.3
2080	3058.1	1.7	107.2	0.0	0.0	1706.4	1242.8			1242.8	1.2
2081	3116.2	1.8	109.5	0.0	0.0	1744.4	1260.5			1260.5	1.1
2082	3175.5	1.8	111.6	0.0	0.0	1780.5	1281.7			1281.7	1.0
2083	3236.2	1.8	113.7	0.0	0.0	1817.7	1303.0			1303.0	1.0
2084	3298.3	1.9	81.9	0.0	0.0	1857.5	1357.0			1357.0	0.9
2085	3361.8	1.9	90.6	0.0	0.0	1897.3	1371.9			1371.9	0.8
2086	3426.5	2.0	167.2	0.0	0.0	1933.7	1323.7			1323.7	0.7
									2391.3		749.4