

Rapport des commissaires à la Fusion sur la valeur des apports

en application de l'article L 225-147 du Code de commerce

Fusion par voie d'absorption de la société TNU SA par la société Groupe
Eurotunnel S.A.

EXEMPLAIRE
CABINET

Les sociétés participantes

TNU SA

Société anonyme
au capital de 260.105.596,87 €
19, boulevard Malesherbes
75008 Paris

Assemblée générale extraordinaire du 28 avril 2009

Groupe Eurotunnel S.A.

Société anonyme
au capital de 75.936.766,01 €
19, boulevard Malesherbes
75008 Paris

Assemblée Générale extraordinaire du 6 mai 2009

Les commissaires à la fusion

Thierry Bellot

11, rue de Laborde
75008 Paris

Jean-Pierre Colle

100, rue de Courcelles
75017 Paris

Rapport des commissaires à la fusion sur la valeur des apports en application de l'article L 225-147 du Code de commerce

Fusion par voie d'absorption de la société TNU SA par la société Groupe Eurotunnel S.A.

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Paris en date du 4 février 2009 concernant la fusion par voie d'absorption de la société TNU SA par la société Groupe Eurotunnel S.A. (« GET SA »), nous avons établi le présent rapport sur la valeur des apports prévu par l'article L 225-147 du Code de commerce. GET SA et TNU SA sont ci-après dénommées « les Sociétés Participantes ».

L'actif net apporté a été arrêté dans le projet de traité de fusion en date du 10 mars 2009. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée.

Nous avons effectué nos diligences conformément à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elles ont consisté essentiellement à :

- apprécier la valeur des apports et nous assurer que celle-ci n'est pas surévaluée ;
- vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire des apports augmentée de la prime de fusion.

Nous vous prions de trouver ci-après nos constatations et conclusions présentées dans l'ordre suivant :

- 1. Présentation de l'opération**
- 2. Diligences et appréciation de la valeur des apports**

Nous précisons que notre mission doit également nous conduire à apprécier la rémunération des apports, ce dont nous rendons compte dans un rapport distinct.

1 Présentation de l'opération

1.1 Contexte de l'opération

L'opération soumise à votre approbation consiste en la fusion par voie d'absorption de la société TNU SA par la société GET SA (ci-après la « Fusion »). Elle s'inscrit dans le cadre d'une simplification de l'organigramme juridique du groupe Eurotunnel (ci-après le « Groupe »).

Cette Fusion sera précédée des opérations suivantes :

- (i) Cession des Unités TNU (composées des actions TNU SA et TNU PLC) par Eurotunnel Group UK PLC (« EGP ») à GET SA
- (ii) Jumelage des actions de The Channel Tunnel Group Limited (« CTG ») et de France Manche SA (« FM ») sous condition suspensive de la cession de CTG par TNU PLC à TNU SA
- (iii) Cession des actions de CTG par TNU PLC à TNU SA
- (iv) Novation par changement de débiteur de l'emprunt obligataire amendé (l'« EOA »)
- (v) Cession de l'EOA par EGP à GET SA
- (vi) Séparation des Unités TNU en actions de TNU SA et de TNU PLC

1.2 Sociétés concernées

- **Société absorbante : GET SA**

GET SA est une société anonyme dont le siège social est situé 19, boulevard Malesherbes - 75008 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 483 385 142.

Au 10 mars 2009, le capital social de GET SA s'élève à 75.936.766,01 euros, divisé en :

- 189 841 915 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,40 euro,
- 1 action de préférence d'une valeur nominale de 0,01 euro.

Les actions ordinaires GET SA sont admises aux négociations sur le marché Euronext (Compartiment B) et sur la *Official List* de la *United Kingdom Listing Authority* et aux négociations sur le *London Stock Exchange*.

A la date du 31 décembre 2008, il existe plusieurs catégories de valeurs mobilières donnant accès au capital de GET SA, à savoir :

- 6.028.085 Obligations Remboursables en Actions (ci-après dénommées les « ORA ») émises par EGP (filiale détenue à 100% par GET SA) et donnant droit à la création d'un maximum de 156.850.770 actions ordinaires GET SA,
- 800.000 Titres Subordonnés Remboursables en Actions (ci-après dénommés les « TSRA ») émis par GET SA et donnant droit à la création d'un maximum de 101.608.000 actions ordinaires GET SA (y compris la création d'un maximum de 2.400.000 actions ordinaires GET SA supplémentaires au titre de la rémunération des TSRA et la création de 4 320 000 actions ordinaires GET SA supplémentaires au titre de la rémunération complémentaire conditionnelle),
- 4.307.026.273 Bons de Souscription d'Actions (ci-après dénommés les « BSA ») donnant droit à la création d'un maximum de 146.438.893 actions ordinaires GET SA.

Par ailleurs, 4.755.554 actions ordinaires GET SA supplémentaires, au maximum, pourraient être créées d'ici à 2011 au titre de la rémunération complémentaire conditionnelle à la suite de l'augmentation de capital réalisée en juin 2008 sur exercice de bons de souscription d'actions.

• Société absorbée : TNU SA

TNU SA est une société anonyme dont le siège social est situé 19, boulevard Malesherbes - 75008 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 334 192 408.

A la date de signature du projet de traité de Fusion, le capital social de TNU SA s'élève à 260.105.596,87 euros, divisé en 26.010.559.687 actions de 0,01 euro, de même catégorie et entièrement libérées.

• Liens en capital entre les Sociétés Participantes

Après les opérations préalables mentionnées au paragraphe 1.1 ci-dessus, GET SA détiendra 99,32% du capital et des droits de vote de TNU SA.

Le solde, soit 0,68% du capital, est détenu par les actionnaires qui n'ont pas apporté leurs actions lors de l'offre publique d'échange réalisée en 2007 par GET SA à l'attention des détenteurs d'Unités TNU composées d'une action TNU SA et d'une action TNU PLC.

1.3 Aspects juridiques

Conformément aux dispositions de l'article L 236-4 du Code de commerce, il est précisé que la présente Fusion prendra effet immédiat à la date de la dernière assemblée générale qui aura approuvé l'opération, soit celle de GET SA qui se tiendra le 6 mai 2009.

La réalisation définitive de la Fusion est soumise à l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de TNU SA du projet de traité de Fusion et de ladite Fusion (et notamment de la dissolution sans liquidation de TNU SA en résultant) et à l'approbation de la Fusion par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de GET SA, ainsi qu'à la décision d'émission des actions ordinaires GET SA nouvelles en rémunération de l'apport.

1.4 Régime fiscal

Au plan fiscal, l'opération est placée :

- en matière d'impôt sur les sociétés, sous le régime de faveur de l'article 210 A du Code Général des Impôts,
- en matière de droits d'enregistrement, sous le régime de l'article 816 du même Code, et donnera lieu au paiement d'un droit fixe de 500 €.

1.5 Description et évaluation des apports

Aux termes du projet de traité de Fusion en date du 10 mars 2009, les apports de TNU SA représentent une valeur globale de 146.793.919 euros, qui correspond à l'actif net apporté.

En application des dispositions du Règlement CRC n° 2004-01, les actifs et passifs transférés sont apportés pour leur valeur comptable à la date d'effet de l'opération, soit le 6 mai 2009. Ces valeurs ont été déterminées sur la base des comptes sociaux de TNU SA au 31 décembre 2008, et du bilan pro forma de TNU SA au 31 décembre 2008, préparé pour les besoins de la Fusion sur la base des comptes sociaux de TNU SA au 31 décembre 2008 retraités pour tenir compte de l'impact des opérations réalisées entre le 31 décembre 2008 et la date de réalisation de la Fusion, décrites au paragraphe 1.1 ci-dessus.

Ces valeurs individuelles, qui sont par nature estimées et provisoires, feront l'objet d'un ajustement sur la base d'une situation comptable définitive de TNU SA à la date d'effet de la Fusion.

Elles s'analysent comme suit :

| | <u>Valeurs d'apport</u> |
|------------------------------------|---------------------------|
| Actifs apportés | |
| Titres de participation | 613 807 617 |
| Autres immobilisations financières | 2 650 |
| Actif circulant | 8 721 667 |
| Total de l'actif apporté | <u>622 531 934</u> |
| Passif pris en charge | |
| Dettes financières | (474 009 282) |
| Dettes d'exploitation | (1 666 980) |
| Dettes diverses | (61 753) |
| Total du passif pris en charge | <u>(475 738 015)</u> |
| Actif net apporté | <u><u>146 793 919</u></u> |

Les immobilisations financières correspondent principalement aux actions de FM et de CTG, sociétés concessionnaires du Groupe qui seront détenues à 100% par TNU SA le jour de la Fusion.

Les dettes financières résultent principalement de l'acquisition des actions CTG par TNU SA à TNU PLC qui aura lieu avant la date de l'assemblée générale de TNU SA et dont le prix ne sera pas payé à la date de la Fusion.

1.6 Rémunération des apports

L'actif net apporté, d'un montant de 146.793.919 euros sera rémunéré par l'attribution aux actionnaires autres que GET SA de 178.730 actions nouvelles GET SA d'une valeur nominale de 0,40 euro.

Comme indiqué dans le tableau ci-après, il dégagera :

- une prime de Fusion de 929.122 euros sur la part des actionnaires autres que GET SA,
- un mali de Fusion de 116.561.042 euros sur l'annulation des actions TNU SA détenues par GET SA,

| | Part des actionnaires autres que GET SA (rémunérée) | Part de GET SA (non rémunérée) | Total |
|--|---|--------------------------------------|-------------|
| • Valeur des apports | 1 000 614 | 145 793 305 | 146 793 919 |
| • Valeur des actions TNU SA dans les comptes de GET SA | | 262 354 347 | |
| • Augmentation de capital | 71 492 | | |
| • Prime de fusion | 929 122 | | |
| • Mali de fusion | | 116 561 042 | |

Tel qu'exposé au paragraphe 2.1 du projet de traité de Fusion, toute différence entre la valeur d'apport prévisionnelle ci-dessus et la valeur de l'actif net apporté à la date d'effet de la Fusion, soit le 6 mai 2009, « entrainera à due concurrence une variation du montant de la prime de Fusion » étant précisé que le montant de l'augmentation de capital ne sera en aucun cas modifié.

2 Diligences et appréciation de la valeur des apports

2.1 Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires, selon la doctrine de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, pour apprécier la valeur des apports.

En particulier :

- Nous avons constaté que les comptes de TNU SA au 31 décembre 2008 ont été arrêtés par son conseil d'administration et certifiés sans réserve ni observation par ses commissaires aux comptes dans leur rapport général du 3 mars 2009.
- Nous avons examiné les modalités retenues pour établir les comptes pro forma de TNU SA, et constaté qu'ils correspondent, tel qu'exposé dans le projet de traité de Fusion, aux comptes sociaux de TNU SA au 31 décembre 2008 retraités pour tenir compte de l'incidence des opérations réalisées entre le 31 décembre 2008 et la date de réalisation de la Fusion, décrites au paragraphe 1.1 ci-dessus.
- Nous avons analysé la démarche et les conclusions de l'expert indépendant, désigné par le conseil d'administration de GET SA (ci-après l'« Expert Indépendant ») pour apprécier les valeurs retenues dans le cadre la présente Fusion, exposées dans son rapport du 2 mars 2009 intitulé « Avis d'expertise indépendante sur la simplification de la structure du groupe Eurotunnel ». Nous analysons ci-après sa démarche et ses conclusions :

a. Valeur de la concession

Pour évaluer la concession, l'Expert Indépendant a mis en œuvre la méthode des Discounted Cash Flow (DCF) qui l'a amené à :

- calculer les flux de trésorerie disponibles sur la durée résiduelle de la concession (2009 - 2086) à partir du plan d'affaires établi par la direction des concessionnaires FM et CTG, tel que revu par lui ;
- actualiser ces flux de trésorerie au coût moyen pondéré du capital du Groupe déterminé sur la base de moyennes avant impôt sur les cinq dernières années.

Cette expertise, qui valorise la concession à 6,9 milliards d'euros, appelle de notre part les commentaires suivants :

- (i) Dans les conditions d'exploitation et de concurrence actuelles et prévisibles à moyen terme :
 - le Groupe bénéficie d'une bonne visibilité,
 - le plan d'affaires, tel que revu par l'Expert Indépendant, nous paraît donc constituer une base fiable pour mettre en œuvre la méthode du DCF.
- (ii) Compte tenu de la situation fiscale du Groupe, l'utilisation d'un taux d'actualisation avant impôt nous semble appropriée.
- (iii) Dans le contexte de la crise financière actuelle :
 - le coût du capital du Groupe au 31 décembre 2008 intègre une prime de risque excessive,
 - le choix de calculer ce taux en faisant une moyenne sur 5 ans nous semble dès lors justifié.
- (iv) En l'absence de concession présentant un profil de flux et de risques associés identiques à FM et CTG, nous estimons que l'Expert Indépendant a écarté, à juste titre, les approches par analogie

En conclusion, nous n'avons pas d'observation sur la valorisation de la concession par l'Expert Indépendant.

b. Valeur du « prêt à long terme »

Le « prêt à long terme » constitue la part externe du financement des sociétés concessionnaires. Il est divisé en plusieurs tranches donnant lieu chacune à un taux d'intérêt et à un échéancier de remboursement.

Comme le mentionne l'Expert Indépendant, la valeur de marché de ce prêt a été considérée comme égale à sa valeur comptable réévaluée sur la base du taux de change euro / livre sterling retenu dans le projet de traité de Fusion.

Cette approche nous paraît acceptable dans la mesure où les conditions de ce prêt ont été négociées en 2007.

c. Valeur de l'EOA

L'EOA constitue la part intra groupe du financement des sociétés concessionnaires.

Le remboursement de cet emprunt est subordonné au remboursement de la dette senior (« prêt à long terme »). Ainsi, pour déterminer la valeur de marché de l'EOA, l'Expert Indépendant a estimé qu'il convient d'actualiser les flux d'intérêts et de remboursement à un taux de 8%, compris entre le taux actuariel du prêt à long terme (7,27%) et le coût des fonds propres (10,22%).

Ce choix nous semble cohérent dans la mesure où le taux retenu :

- est supérieur au taux actuariel du prêt à long terme dont le remboursement est prioritaire ;
- est inférieur au coût des fonds propres exigé par les actionnaires de TNU SA qui acceptent, par définition, de supporter un risque plus élevé que les créanciers.

2.2 Appréciation de la valeur des apports

La valeur des apports appelle de notre part les commentaires suivants :

- (i) S'agissant d'une opération entre entités sous contrôle commun, la méthode de la valeur comptable retenue pour évaluer les apports est conforme au règlement CRC 2004-01.
- (ii) Nous constatons que l'actif net comptable de TNU SA et donc la valeur des apports, correspondent exactement à la valeur de TNU SA obtenue par la méthode de l'actif net réévalué sur la base des valeurs déterminées par l'Expert Indépendant, respectivement pour les concessions, pour le « prêt à long terme », et pour l'EOA.
- (iii) Les valeurs individuelles des apports reflétant les conclusions de l'Expert Indépendant, dont nous partageons l'approche, ne sont pas surévaluées.
- (iv) L'apport étant réalisé sur des bases prévisionnelles, l'ajustement de l'actif net apporté permettra la réalisation de l'apport des éléments énumérés ci-dessus tels qu'ils existeront à la date d'effet de l'opération.

En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que la valeur des apports s'élevant 146.793.919 euros, n'est pas surévaluée et, en conséquence, que le montant de l'actif net apporté par la société absorbée est au moins égal au montant constitué, d'une part, par l'augmentation de capital de la société absorbante majorée de la prime de Fusion et, d'autre part, par la valeur comptable des titres de la société absorbée détenus par la société absorbante minorée du mali de Fusion.

Fait à Paris, le 27 mars 2009

Les Commissaires à la Fusion



Thierry Bellot



Jean-Pierre Colle

Membres de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris