

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR



EN REPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE
CONSTRUCTIONS INDUSTRIELLES DE LA MEDITERRANEE (CNIM)

INITIEE PAR

SOLUNI



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 213-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») a apposé le visa n°14-477 en date du 1^{er} septembre 2014 sur la présente note d'information en réponse. Cette note d'information en réponse a été établie par la société CNIM et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Farthouat Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note d'information en réponse.

La présente note d'information en réponse est disponible sur les sites internet de CNIM (<http://www.cnim.com>) et de l'AMF (www.amf-france.org), et est mise gratuitement à disposition du public et peut être obtenue sans frais sur simple demande auprès de :

CONSTRUCTIONS INDUSTRIELLES DE LA MEDITERRANEE (CNIM)

Adresse temporaire : 63, avenue des Champs Elysées, 75008 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de CNIM seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE.....	3
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE CNIM.....	8
3.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	12
4.	CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	25
5.	ELEMENTS CONCERNANT CNIM SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	25
6.	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPONSE	28

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, Soluni, société anonyme de droit français au capital de 5.599.680 euros, dont le siège social est situé 35, rue de Bassano, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 400 544 292 (l'« **Initiateur** » ou « **Soluni** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de Constructions Industrielles de la Méditerranée, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 6.056.220 euros, dont le siège social est situé 35, rue de Bassano, 75008 Paris et dont l'adresse temporaire est 63, avenue des Champs Elysées, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 662 043 595 (« **CNIM** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR 0000053399, mnémorique « **COM** », d'acquies la totalité de leurs actions de la Société (les « **Actions** »), dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée décrite ci-après (l'« **Offre** »).

L'Initiateur détient, à la connaissance de CNIM, 1.708.633 Actions (compte tenu de l'acquisition de 2.336 Actions par l'Initiateur le 21 août 2014), soit 56,43% du capital et 56,23% des droits de vote de CNIM¹.

L'Offre vise la totalité des Actions non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exclusion (i) des 59.889 Actions auto-détenues par la Société (en ce compris les 5.808 Actions gérées par Exane BNP Paribas dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec la Société le 7 septembre 2012) représentant 1,98% du capital de la Société au 28 août 2014, compte tenu de la décision de CNIM de ne pas les apporter à l'Offre, et (ii) des 20.087 Actions d'autocontrôle détenues par Babcock Wanson Holding S.A.S., représentant 0,66% du capital de la Société au 28 août 2014, compte tenu de la décision prise par Babcock Wanson Holding S.A.S. de ne pas les apporter à l'Offre.

L'Offre porte ainsi sur un nombre total maximal de 1.239.501 Actions représentant 40,93% du capital de la Société.

Il n'existe aucun titre de capital autre que les Actions, ni aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

L'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire portant sur les Actions.

L'assemblée générale des actionnaires de la Société a par ailleurs été convoquée pour le 8 septembre 2014, en vue de statuer sur un projet de résolution visant à décider d'une distribution exceptionnelle de 30 euros par Action, soit un montant total de 90,84 millions d'euros (la « **Distribution Exceptionnelle** ») qui serait prélevé sur le poste « Réserves ». Les dates de détachement et de mise en paiement seraient fixées par le directoire de CNIM sur délégation de l'assemblée générale. La date de détachement du coupon relatif à la Distribution Exceptionnelle devrait intervenir, dans toute la mesure du possible, pendant la durée de l'Offre fixée par l'AMF. En tout état de cause, la date de détachement du coupon devra intervenir, en cas d'adoption de cette résolution par l'assemblée générale de CNIM le 8 septembre 2014, au plus tard le 24 décembre 2014.

¹ Pour les besoins de la présente note d'information en réponse, sauf précision contraire, les pourcentages de droits de vote ont été calculés sur la base des droits de vote théoriques conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur a indiqué avoir l'intention de voter en faveur de cette résolution.

Dans le cadre de cette proposition de Distribution Exceptionnelle, le cabinet Mazars, désigné par la Société le 2 juillet 2014, a remis à la Société le 15 juillet 2014 un rapport confirmant le niveau suffisant de trésorerie disponible et de réserves distribuables, ainsi que l'absence de besoin de financement complémentaire à l'horizon 2014-2017 compte tenu de l'évolution prévisionnelle du carnet de commandes et de la trésorerie.

Sous réserve de l'adoption de cette résolution par l'assemblée générale, le prix de l'Offre (le « **Prix de l'Offre** ») sera de :

- 105 euros par Action avant détachement du coupon relatif à la Distribution Exceptionnelle ;
- 75 euros par Action après détachement du coupon relatif à la Distribution Exceptionnelle ;

Cependant, si cette résolution n'était pas adoptée ou n'était pas mise en œuvre, le Prix de l'Offre serait de 105 euros durant toute la durée de l'Offre.

Selon l'Initiateur, le capital de l'Initiateur est détenu à ce jour à hauteur de 99,34% par la société de droit luxembourgeois Arnina, société contrôlée par Madame Christiane Dmitrieff, le solde étant détenu par Madame Christiane Dmitrieff, Monsieur Vsevolod Dmitrieff, Madame Lucile Dmitrieff et Madame Sophie Dmitrieff, et dont le gérant est Monsieur Nicolas Dmitrieff. Le seul actif de Soluni est la participation détenue dans le capital de CNIM.

La présentation et les caractéristiques de l'Offre sont décrites respectivement aux sections 1 et 2 de la note d'information de l'Initiateur visée par l'AMF le 1^{er} septembre 2014 sous le n°14-476 et disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) (la « **Note d'Information** »).

1.2 Contexte de l'Offre

L'Offre fait suite à l'annonce par l'Initiateur, le 1^{er} juillet 2014, de la réception d'engagements fermes et irrévocables de la Compagnie Nationale de Navigation, société par actions simplifiée au capital de 18.000.000 euros, dont le siège social est situé 29, rue Cambacérès, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 450 771 118 (« **CNN** »), d'une part, et de Martin GmbH für Umwelt- und Energietechnik, société de droit allemand au capital de 10.000.000 euros, dont le siège social est situé Leopoldstrasse 248, 80807 Munich, Allemagne, immatriculée sous le numéro HRB 69889 à Munich (« **Martin GmbH** »), d'autre part, de lui céder l'intégralité de leurs participations représentant respectivement 566.010 Actions (soit 18,69% du capital de CNIM) et 310.518 Actions (soit 10,25% du capital de CNIM) (les « **Blocs** »).

Préalablement à l'acquisition des Blocs, l'Initiateur détenait 829.769 Actions représentant 27,40% du capital et 29,50% des droits de vote de CNIM.

À l'issue de la procédure d'information et consultation du comité central d'entreprise de la Société qui a rendu un avis favorable à l'unanimité le 10 juillet 2014, l'Initiateur a exercé les options fermes et irrévocables de cession consenties par CNN et Martin GmbH et a procédé, le 17 juillet 2014, à l'acquisition des Blocs représentant au total 28,94% du capital de CNIM, au prix de 105 euros par Action.

L'Offre fait donc suite au franchissement par l'Initiateur, à la suite de la réalisation de l'acquisition des Blocs le 17 juillet 2014, du seuil de 30% et de 50% du capital et des droits de vote de la Société.

Au 16 juillet 2014, préalablement à l'acquisition des Blocs par l'Initiateur, le capital social et les droits de vote de CNIM étaient répartis comme suit :

Actionnariat de CNIM au 16 juillet 2014						
Actionnaires	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote théoriques	Nombre de droits de vote exerçables	% du capital	% des droits de vote théoriques	% des droits de vote exerçables
Soluni S.A.	829 769	1 514 538	1 514 538	27,40%	29,50%	29,97%
Mme Christiane Dmitrieff	1 295	2 590	2 590	0,04%	0,05%	0,05%
Autres membres famille Dmitrieff	2 804	5 608	5 608	0,09%	0,11%	0,11%
Sous-total	833 868	1 522 736	1 522 736	27,54%	29,66%	30,13%
Compagnie Nationale de Navigation (CNN)	566 010	1 132 020	1 132 020	18,69%	22,05%	22,40%
Martin GmbH für Umwelt und Energietechnik	310 518	621 036	621 036	10,25%	12,10%	12,29%
Franeli S.A.	302 921	605 842	605 842	10,00%	11,80%	11,99%
Frel S.A.	1 700	3 400	3 400	0,06%	0,07%	0,07%
M. François Herlicq	8 015	15 993	15 993	0,26%	0,31%	0,32%
Sous-total	312 636	625 235	625 235	10,32%	12,18%	12,37%
CNIM Participation (actionnariat salariés)	69 471	138 942	138 942	2,29%	2,71%	2,75%
S.A.S. EXIMIUM	158 253	158 253	158 253	5,23%	3,08%	3,13%
Autocontrôle	20 087	20 087	-	0,66%	0,39%	-
Autodétention	54 081	54 081	-	1,79%	1,05%	-
Contrat de liquidité (Exane BNP Paribas)	5 808	5 808	-	0,19%	0,11%	-
Sous-total	79 976	79 976	-	2,64%	1,56%	-
Public	697 378	855 186	855 186	23,03%	16,66%	16,92%
TOTAL	3 028 110	5 133 384	5 053 408	100,00%	100,00%	100,00%

Au 30 juillet 2014, après l'acquisition des Blocs par l'Initiateur le 17 juillet 2014, le capital social et les droits de vote de CNIM étaient répartis comme suit :

Actionnariat de CNIM au 30 juillet 2014						
Actionnaires	Nombre d'Actions	Nombre de droits de vote théoriques	Nombre de droits de vote exerçables	% du capital	% des droits de vote théoriques	% des droits de vote exerçables
Soluni S.A.	1 706 297	2 391 066	2 391 066	56,35%	56,17%	57,25%
Mme Christiane Dmitrieff	1 295	2 590	2 590	0,04%	0,06%	0,06%
Autres membres famille Dmitrieff	2 804	5 608	5 608	0,09%	0,13%	0,13%
Sous-total	1 710 396	2 399 264	2 399 264	56,48%	56,36%	57,44%
Franeli S.A.	302 921	605 842	605 842	10,00%	14,23%	14,50%
Frel S.A.	1 700	3 400	3 400	0,06%	0,08%	0,08%
M. François Herlicq	8 015	15 993	15 993	0,26%	0,38%	0,38%
Sous-total	312 636	625 235	625 235	10,32%	14,69%	14,97%
CNIM Participation (actionnariat salariés)	70 240	139 711	139 711	2,32%	3,28%	3,34%
S.A.S. EXIMIUM	158 253	158 253	158 253	5,23%	3,72%	3,79%
Autocontrôle	20 087	20 087	-	0,66%	0,47%	-
Autodétention	54 081	54 081	-	1,79%	1,27%	-
Contrat de liquidité (Exane BNP Paribas)	5 808	5 808	-	0,19%	0,14%	-
Sous-total	79 976	79 976	-	2,64%	1,88%	-
Public	696 609	854 414	854 414	23,01%	20,07%	20,46%
TOTAL	3 028 110	4 256 853	4 176 877	100,0%	100,0%	100,0%

Au 28 août 2014, après l'acquisition de 2.336 Actions par l'Initiateur le 21 août 2014 inscrites en compte le 26 août 2014, le capital social et les droits de vote de CNIM étaient répartis comme suit :

Actionnariat de CNIM au 28 août 2014						
Actionnaires	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote théoriques	Nombre de droits de vote exerçables	% du capital	% des droits de vote théoriques	% des droits de vote exerçables
Soluni S.A.	1 708 633	2 393 402	2 393 402	56,43%	56,23%	57,30%
Mme Christiane Dmitrieff	1 295	2 590	2 590	0,04%	0,06%	0,06%
Autres membres famille Dmitrieff	2 804	5 608	5 608	0,09%	0,13%	0,13%
Sous-total	1 712 732	2 401 600	2 401 600	56,56%	56,42%	57,50%
Franeli S.A.	302 921	605 842	605 842	10,00%	14,23%	14,50%
Frel S.A.	1 700	3 400	3 400	0,06%	0,08%	0,08%
M. François Herlicq	8 015	15 993	15 993	0,26%	0,38%	0,38%
Sous-total	312 636	625 235	625 235	10,32%	14,69%	14,97%
CNIM Participation (actionnariat salariés)	71 901	141 372	141 372	2,37%	3,32%	3,38%
S.A.S. EXIMIUM	202 991	202 991	202 991	6,70%	4,77%	4,86%
Autocontrôle	20 087	20 087	-	0,66%	0,47%	-
Autodétention	54 081	54 081	-	1,79%	1,27%	-
Contrat de liquidité (Exane BNP Paribas)	5 808	5 808	-	0,19%	0,14%	-
Sous-total	79 976	79 976	-	2,64%	1,88%	-
Public	647 874	805 614	805 614	21,40%	18,93%	19,29%
TOTAL	3 028 110	4 256 788	4 176 812	100,00%	100,00%	100,00%

1.3 Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation.

Les actionnaires de CNIM souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre devront passer un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre :

- auprès de leur intermédiaire financier - teneur de comptes pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme au porteur ou nominative administrée ;
- auprès de CACEIS Corporate Trust pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme nominative pure.

L'Offre s'effectuant par achats sur Euronext Paris, le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, 3 jours de négociation après chaque exécution, les frais de négociation restant en totalité à la charge de l'actionnaire apportant ses Actions à l'Offre. Le membre de marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est Kepler Cheuvreux.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers - teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs Actions à l'Offre.

En prenant pour hypothèse une ouverture de l'Offre le 4 septembre 2014 et sous condition de l'approbation de la Distribution Exceptionnelle par l'assemblée générale des actionnaires de la Société convoquée pour le 8 septembre 2014, les actionnaires de la Société pourront apporter leurs Actions à l'Offre avant ou après détachement du coupon relatif à la Distribution Exceptionnelle, qui devrait intervenir le 11 septembre 2014 (sur la base du calendrier indicatif figurant à la section 2.3 de la Note d'Information).

Ainsi sur la base du calendrier indicatif figurant à la section 2.3 de la Note d'Information :

- si l'ordre de vente irrévocable est transmis par l'actionnaire à son intermédiaire financier pour exécution entre la date d'ouverture de l'Offre et le jour de négociation précédant la date de détachement du coupon relatif à la Distribution Exceptionnelle (inclus), soit selon le calendrier indicatif de l'Offre du 4 septembre 2014 au 10 septembre 2014 (inclus), l'ordre de vente devra être stipulé au prix de 105 euros par Action.
- si l'ordre de vente irrévocable est transmis par l'actionnaire à son intermédiaire financier pour exécution entre la date de détachement du coupon relatif à la Distribution Exceptionnelle et la date de clôture de l'Offre (incluses), soit selon le calendrier indicatif de l'Offre du 11 septembre 2014 au 17 septembre 2014 (inclus), l'ordre de vente devra être stipulé au prix de 75 euros par Action.

Cependant, si la résolution relative à la Distribution Exceptionnelle n'était pas adoptée ou n'était pas mise en œuvre, les ordres de vente devront être stipulés au prix de 105 euros par Action durant toute la durée de l'Offre, soit selon le calendrier indicatif de l'Offre du 4 au 17 septembre 2014 inclus.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.3 de la Note d'Information.

Il est précisé que l'Offre est faite exclusivement en France. La participation à l'Offre et la diffusion de la présente note d'information en réponse peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

La présentation et les caractéristiques de l'Offre sont décrites respectivement aux sections 1 et 2 de la Note d'Information. Les modalités de l'Offre ainsi que les restrictions susvisées sont décrites de manière plus détaillée respectivement aux sections 2.1 et 2.5 de la Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE CNIM

2.1 Constitution d'un comité *ad hoc* au sein du conseil de surveillance de la Société

Afin de se conformer aux meilleures pratiques en matière de gouvernance et en conformité avec la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, le conseil de surveillance de CNIM a décidé le 2 juillet 2014 la constitution d'un comité *ad hoc* formé de ses seuls membres indépendants au sens du code MiddleNext (Messieurs Richard ARMAND, Jean-Pierre LEFOULON et Jean-François VAURY, représentant permanent de la société JOHES SAS), lesquels ne se trouvent pas en situation de conflit d'intérêts au regard de l'opération envisagée.

Le conseil de surveillance a attribué pour mission à ce comité *ad hoc* de proposer au conseil de surveillance de la Société la désignation d'un expert indépendant, de superviser les travaux de ce dernier, de veiller au bon déroulement de la mission de l'expert indépendant, d'examiner les termes et conditions de l'Offre et de présenter au conseil de surveillance ses conclusions sur les termes et conditions de l'Offre.

2.2 Avis motivé adopté par le conseil de surveillance de la Société

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil de surveillance de CNIM se sont réunis le 31 juillet 2014 sous la présidence de Monsieur François CANELLAS, Vice-Président du conseil de surveillance.

Monsieur François CANELLAS, Monsieur Richard ARMAND, Mademoiselle Agnès HERLICQ, représentant permanent de FREL S.A., Monsieur André HERLICQ, Monsieur Stéphane HERLICQ, Monsieur Jean-Pierre LEFOULON, Monsieur Jean-François VAURY, représentant permanent de JOHES S.A.S., et Monsieur Fabrice FINELLE assistaient à la réunion.

Monsieur Vsevolod DMITRIEFF, Madame Christiane DMITRIEFF, Mademoiselle Lucile DMITRIEFF, Monsieur Johannes MARTIN et Monsieur Ludwig von MUTIUS, représentant permanent de Martin GmbH, étaient absents et excusés.

Le cabinet Farthouat Finance, représenté par Monsieur Olivier MARROT, en qualité d'expert indépendant, désigné lors du conseil de surveillance de la Société le 2 juillet 2014 en application de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, a présenté aux membres du conseil de surveillance une synthèse de ses travaux.

Monsieur Richard ARMAND au nom du comité *ad hoc* a également présenté la conclusion de ses travaux aux membres du conseil de surveillance.

Le conseil de surveillance a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents :

- *« En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil souligne que :*
 - *le renforcement de la famille DMITRIEFF, l'une des familles fondatrices du groupe, au capital de CNIM permet de doter la Société d'un actionnariat de contrôle renforcé, stable et pérenne, qui sera de nature à conforter la mise en œuvre de la stratégie de développement du groupe avec une vision de long terme, tout en restant une Société cotée en bourse ;*
 - *SOLUNI indique, dans son projet de note d'information, qu'elle a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques de la Société afin de maintenir le développement de ses produits en s'appuyant sur l'équipe dirigeante de CNIM ;*
 - *ce renforcement témoigne de la confiance d'une famille fondatrice du groupe dans CNIM.*
- *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Conseil relève que :*
 - *SOLUNI indique ne pas avoir l'intention, en l'état actuel du marché, de modifier de manière significative le périmètre des activités de la Société dans les douze mois à venir ;*
 - *SOLUNI précise également, dans son projet de note d'information, souhaiter continuer à s'appuyer sur les équipes en place tout en restant actif dans la recherche de nouveaux talents ;*
 - *elle indique en outre ne pas anticiper que l'opération ait des conséquences particulières en matière d'emploi ;*

- *cette opération est de nature à renforcer la stabilité de l'actionnariat, ce qui favorise la poursuite de la stratégie de développement du groupe CNIM.*

Le Conseil rappelle également que le Comité central d'entreprise de CNIM qui s'est tenu le 10 juillet 2014, préalablement à la réalisation de l'acquisition par SOLUNI des blocs d'actions de la Société détenus par CNN et par Martin GmbH, a rendu un avis positif unanime sur ce projet d'acquisition de blocs, qui a été réalisée le 17 juillet 2014.

- *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de CNIM, le Conseil prend acte que le rapport de l'Expert Indépendant conclut que le prix de 105 euros par action CNIM (soit 75 euros par action CNIM après détachement du coupon relatif à la Distribution Exceptionnelle qui devrait intervenir pendant la durée de l'Offre) est équitable pour les actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de l'Offre.*

Le Conseil a ensuite en particulier relevé que :

- *Le prix de 105 euros par action CNIM (soit 75 euros par action CNIM après détachement du coupon relatif à la Distribution Exceptionnelle) correspond au prix par action CNIM retenu dans le cadre de l'acquisition réalisée le 17 juillet 2014 par SOLUNI de l'intégralité des participations détenues dans CNIM par CNN (acteur français intervenant dans le transport et la logistique, second actionnaire de CNIM et présent au capital depuis fin 2008) et Martin GmbH (acteur international spécialisé dans la fabrication de centres de valorisation énergétiques des déchets et de centrales thermiques au charbon, quatrième actionnaire de CNIM et présent au capital depuis septembre 2001), représentant respectivement 18,69% et 10,25% du capital de CNIM.*

S'agissant de cette cession de blocs d'un montant et d'une taille significative réalisée par deux actionnaires au profil différent, le Conseil note que l'Expert Indépendant souligne que (i) le prix de cette transaction est une référence incontournable et la plus pertinente parce qu'elle est récente, (ii) les cédants sont des actionnaires qui disposent d'une bonne connaissance de CNIM et de son activité, en particulier Martin GmbH qui est un partenaire de longue date de CNIM depuis le début des années 1960, (iii) elle n'est accompagnée d'aucune clause ou accord connexe, (iv) CNN - qui avait exprimée depuis plusieurs mois sa volonté, matérialisée par la nomination d'un professionnel de marché en charge d'étudier différentes options, de céder sa participation - n'avait pas trouvé un acheteur pour l'ensemble à un prix supérieur et (v) ces deux blocs représentent au total 28,94% du capital de CNIM.

- *Le prix de 105 euros par action CNIM est proche des cours de bourse récents et n'offre pas de prime sur ce critère, étant souligné la faible liquidité de l'action CNIM (les banques présentatrices ayant retenu ce critère à titre indicatif et notant à cet égard, dans leur travail d'évaluation repris dans le projet de note d'information de SOLUNI, que les volumes quotidiens échangés durant les 12 mois précédant l'Offre s'élèvent en moyenne à 863 actions, soit 0,03% du capital) et l'absence de suivi par les analystes financiers de l'évolution de la valeur.*
- *Le prix de 105 euros par action CNIM est inférieur à la valeur centrale ressortant du critère d'actualisation des cashflows disponibles retenue par l'Expert Indépendant, soit 125,5 euros (soit une décote de 16%) dans une fourchette comprise entre 117,2 euros (décote de 10%) et 135,7 euros (décote de 23%), étant précisé que, de leur côté les banques présentatrices de SOLUNI, qui ont également retenu ce critère pour leurs travaux de valorisation, retiennent une valeur centrale de 110,4 euros (soit une décote de 4,9%) dans une fourchette comprise entre 100,5*

euros (prime de 4,5%) et 124,1 euros (décote de 15,4%). Cet écart entre les travaux de l'Expert Indépendant et les banques présentatrices s'explique principalement par deux facteurs extérieurs à la Société (cf. section « Analyse des écarts avec les banques présentatrices » en page 21 du rapport de l'Expert Indépendant).

- La méthode des comparaisons boursières est donnée à titre indicatif tant par l'Expert Indépendant que par les banques présentatrices, compte tenu de l'absence de sociétés comparables à CNIM étant donné le caractère très spécifique de son modèle d'activité et de son positionnement. Sur la base de cette méthode indicative, le prix de 105 euros par action CNIM est inférieur aux fourchettes retenues par l'Expert Indépendant (comprise entre 109,1 euros et 125,5 euros) et par les banques présentatrices (comprise entre 123,2 euros et 134,4 euros).
- L'Expert Indépendant indique que les cours de bourse présentent une décote par rapport à la valeur de CNIM, telle que ressortant de ses travaux, « malgré la revalorisation de l'action CNIM et sans qu'il soit possible de dire si cette décote va se résorber ou s'accroître dans le futur, compte tenu de la faiblesse des échanges sur le marché boursier de CNIM et de la complexité à appréhender la valeur (multi-activité, pas de suivi des analystes, pas de véritables comparables, cyclicité, forte variation de BFR et donc de trésorerie) ».
- L'Offre permet aux actionnaires de CNIM qui le souhaitent de céder leurs actions au même prix que celui de CNN et de Martin GmbH sans limite de liquidité, laquelle sera nécessairement impactée par l'opération.
- La date de détachement du coupon relatif à la Distribution Exceptionnelle, qui sera soumise au vote des actionnaires de CNIM le 8 septembre 2014, devrait dans toute la mesure du possible intervenir pendant la durée de l'Offre, laissant ainsi le choix aux actionnaires de CNIM qui le souhaiteraient d'apporter à l'Offre avant ou après la date de date de détachement du coupon.
- Les actionnaires de CNIM n'ont pas d'obligation d'apporter leurs actions à l'Offre sachant que CNIM restera cotée à l'issue de l'Offre, SOLUNI ayant indiqué ne pas avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de celle-ci.

À la lumière des considérations qui précèdent et des discussions auxquelles elles ont donné lieu, prenant acte de l'ensemble des travaux qui lui ont été présentés notamment par l'Expert Indépendant, le Conseil de Surveillance, après en avoir délibéré, estime à l'unanimité que le projet d'Offre correspond à l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et recommande l'apport de leurs actions CNIM à l'Offre par ceux des actionnaires qui souhaiteraient bénéficier de la liquidité intégrale et immédiate induite par l'Offre au même prix par action CNIM que celui retenu dans le cadre de la cession de leurs participations par CNN et Martin GmbH au profit de SOLUNI.

Il est enfin précisé que :

- la Société n'apportera pas à l'Offre ses 59.889 Actions auto-détenues et Babcock Wanson Holding S.A.S., filiale à 100% de la Société, n'apportera pas non plus à l'Offre les 20.087 Actions qu'elle détient ; et
- parmi les membres du conseil de surveillance détenant des Actions de la Société :
 - Monsieur Richard ARMAND a indiqué par courriel adressé le 23 juillet 2014 à la Société, avoir l'intention de ne pas apporter ses 130 Actions à l'Offre ;

- Mademoiselle Lucile DMITRIEFF a indiqué par courriel en date du 23 juillet 2014 adressé à la Société, avoir l'intention de ne pas apporter ses 1.425 Actions à l'Offre ;
 - Monsieur Johannes MARTIN a indiqué par courriel en date du 23 juillet 2014 adressé à la Société, avoir l'intention de ne pas apporter ses 10 Actions à l'Offre ;
 - Madame Christiane DMITRIEFF a indiqué par courriel en date du 26 juillet 2014 adressé à la Société, avoir l'intention de ne pas apporter ses 1.295 Actions à l'Offre et que Monsieur Vsevolod DMITRIEFF avait l'intention également de ne pas apporter à l'Offre les 10 Actions qu'il détient ;
 - Monsieur André HERLICQ a l'intention de ne pas apporter à l'Offre les 15.896 Actions qu'il détient ;
 - Monsieur Stéphane HERLICQ a l'intention de ne pas apporter à l'Offre les 10.436 Actions qu'il détient ;
 - FREL S.A. a l'intention de ne pas apporter à l'Offre les 1.700 Actions qu'elle détient ;
 - Monsieur Jean-Pierre LEFOULON a l'intention de ne pas apporter à l'Offre les 10 Actions qu'il détient ;
 - JOHES S.A.S a l'intention de ne pas apporter à l'Offre les 22.185 Actions qu'elle détient ;
 - Monsieur François CANELLAS a l'intention de ne pas apporter à l'Offre les 11.280 Actions qu'il détient ;
- Monsieur Fabrice FINELLE et Martin GmbH ne détiennent pas d'Actions.

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

3.1 Rapport de l'expert indépendant en date du 30 juillet 2014

En application de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, le cabinet Farthouat Finance a été désigné le 2 juillet 2014, par le conseil de surveillance de la CNIM, sur proposition du comité *ad hoc* composé des membres indépendants du conseil de surveillance de la Société, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport est reproduit ci-après.

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT-FARTHOUAT FINANCE-DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE (« **OPAS** ») INITIEE SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE CONSTRUCTIONS INDUSTRIELLES DE LA MEDITERRANEE («**CNIM** »).

30 JUILLET 2014

Dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Soluni sur les actions CNIM, Farthouat Finance a été désigné comme expert indépendant au titre de l'article 261-1-I du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix de 105€ offert par action CNIM.

I-PRESENTATION DE CNIM ET CONTEXTE DE LA MISSION

Présentation de CNIM

Les principaux domaines d'action de CNIM sont :

1) Environnement

-Valorisation des déchets : centres de valorisation énergétique de déchets ménagers et de biomasse, exploitation, maintenance des installations.

-Traitement des fumées : Systèmes et installations de traitement de fumées issues des usines de traitement de déchets ménagers, des centrales énergétiques ou de chauffage urbain et des chaudières industrielles.

2) Innovations et Systèmes

-Division Systèmes Industriels : systèmes, solutions globales et services dans des domaines à fort contenu technologique pour : la dissuasion, la projection des forces terrestres et maritimes, l'énergie nucléaire, les grands programmes de la recherche et de l'industrie.

-Bertin : prestations d'expertise et de recherche sous contrat, conception et réalisation de produits innovants dans les secteurs de la défense et de la sécurité, de l'énergie et de l'environnement.

3) L'Énergie (thermique et solaire)

-Energie Solaire : développement de projets de centrales solaires à concentration.

-CNIM Babcock Services : maintenance et réhabilitation de chaudières de centrales thermiques, d'usines de traitement des déchets ménagers, installation et réhabilitation de chaufferies, mises aux normes.

-Babcock Wanson : toutes les prestations de services associées à l'exploitation et à la maintenance des chaufferies industrielles, conception et construction de chaudières industrielles et brûleurs, traitement des composés organiques volatils et odeurs, traitement de l'eau.

Certaines activités historiques, notamment la division Transport ont été arrêtées même si CNIM garde une production marginale (en Chine) d'escaliers mécaniques pour lesquels quelques contrats sont en cours.

CNIM est sensible à la conjoncture économique mais la diversité des domaines d'intervention doit permettre :

-d'atténuer les effets de cycle, chaque branche ayant son propre cycle,

-d'être présent non seulement en ingénierie mais également dans la conception industrielle, cette maîtrise en amont étant un atout significatif dans le positionnement concurrentiel du groupe,

La conjoncture récente de la société est marquée par l'obtention de plusieurs contrats significatifs en Grande-Bretagne pour la réalisation de centres d'incinération avec valorisation énergétique accompagnés pour certains de la gestion de ces centres. Les résultats du Groupe sont ainsi tirés par la division Environnement, les deux autres branches d'activité ayant des performances plus mitigées. L'activité de réalisation de centres de valorisation énergétique des déchets bénéficie de conditions de préfinancement de la part des clients, est donc peu capitalistique et induit des variations de BFR et de trésorerie significatives et fonction des dates de signature des contrats et des paiements successifs.

Ainsi, la trésorerie de la société a fortement augmenté entre 2009 et 2012, passant d'environ 50M€ à 200M€ et s'est stabilisée à un niveau élevé en 2013.

Il convient également de signaler que CNIM a un cycle d'activité long et que les résultats à court terme (trimestre et semestre) sont peu significatifs.

Contexte de la mission

Le 1er juillet 2014, CNIM a publié le communiqué suivant :

« La société Constructions Industrielles de la Méditerranée (« CNIM ») a été informée de ce que la société SOLUNI, premier actionnaire de CNIM, a reçu de la part des sociétés Compagnie Nationale de Navigation, d'une part, et Martin GmbH für Umwelt- und Energietechnik, d'autre part, des engagements fermes et irrévocables de lui céder leur participation dans le capital de CNIM. Ces engagements sont assortis d'une exclusivité de négociation. A l'issue du processus d'information et consultation des instances représentatives du personnel de CNIM, Soluni serait, sous réserve que ces cessions se réalisent, dans l'obligation de déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant l'ensemble des actions CNIM non détenues par l'initiateur conformément à la réglementation boursière en vigueur. Le conseil de surveillance de CNIM a en conséquence été convoqué pour le 2 juillet 2014. »

Dans ce cadre les deux actionnaires minoritaires du groupe ont cédé leur participation dans CNIM pour un prix de 105€ par action, prix qui est offert à l'ensemble des actionnaires restants de la société dans le cadre de la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée conformément à la réglementation.

En conséquence, Farthouat Finance a été nommé comme expert indépendant au titre de l'article 261-1-I¹ du règlement général de l'AMF par le Conseil de Surveillance de CNIM qui s'est réuni le 2 juillet 2014.

II-PRESENTATION DE FARTHOUAT FINANCE ET DECLARATION D'INDEPENDANCE

Farthouat Finance, qui a été créée en 2008, intervient sur des missions d'évaluation, d'expertise et d'analyse financière indépendante. Détenue par son management, Farthouat Finance a un positionnement lui permettant d'éviter les conflits d'intérêts. Farthouat Finance dispose des moyens nécessaires à l'exécution de ses missions, notamment des bases de données permettant la mise en œuvre d'une

¹ La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

évaluation multicritères. Les missions d'expertise et d'évaluation sont menées par Marie-Ange Farhouat, qui a plus de 20 ans d'expérience en analyse financière et évaluation et qui a réalisé plus de 70 opérations similaires depuis 1995, date des premiers retraits obligatoires. Marie-Ange Farhouat est membre de la Société Française des Analystes Financiers (Sfaf) et de la Société Française des Evaluateurs (Sfev) et est également expert judiciaire près la Cour d'Appel de Versailles.

Membre fondateur de l'APEI, Marie-Ange Farhouat et Farhouat Finance ne font partie aujourd'hui d'aucune association reconnue par l'AMF au titre de son règlement général. Les procédures mises en place garantissent la qualité des travaux menés, le respect des critères applicables aux missions d'expertise indépendante soumises à l'AMF ainsi que l'attention particulière accordée aux conflits d'intérêts potentiels.

Au cours des 18 derniers mois, Farhouat Finance a réalisé 1 expertise indépendante dans le cadre de l'Offre Publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions de la société NEOTION

<u>Société visée</u>	<u>Initiateur</u>	<u>date</u>	<u>Type d'Offre</u>	<u>Etablissement présentateur/Evaluateur</u>
NEOTION	General Satellite Corporation	janv-14	OPRO	Kepler

Avec CNIM et ses actionnaires : Farhouat Finance et ses associés n'ont jamais été mandatés par la société ou ses actionnaires pour réaliser une mission d'expertise, d'évaluation ou de conseil. Farhouat Finance est en mesure d'attester de l'absence de tout lien, passé présent ou futur connu d'elle, avec les personnes et sociétés concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente opération. Cette déclaration est également valable pour Olivier Marrot, professionnel qualifié ayant réalisé le contrôle qualité de la mission.

III-DILIGENCES EFFECTUEES, PRINCIPAUX DOCUMENTS ANALYSES ET REMUNERATION DE L'EXPERT

La présente mission a été menée par Marie-Ange Farhouat, associée, et s'est déroulée entre le 2 juillet 2014, date du Conseil de Surveillance ayant décidé de notre nomination, et le 31 juillet 2014, date du Conseil de Surveillance de CNIM qui s'est prononcé sur l'opération. Le contrôle qualité a été réalisé par Olivier Marrot, analyste financier membre de la Sfaf qui dispose de plus de 20 ans d'expérience en matière d'évaluation.

Le calendrier de l'opération s'est déroulé selon les principales phases suivantes :

-semaine du 23 juin 2014: préparation de la nomination de Farhouat Finance, réunion avec certains des administrateurs indépendants,

-semaine du 30 juin 2014 : Conseil de Surveillance de CNIM décidant de la nomination de l'expert indépendant (02/07/2014), réunion avec le directeur financier de CNIM et les Banques présentatrices sur le business plan et les principes d'évaluation,

-semaine du 7 juillet 2014 : points téléphoniques avec la société, les Banques présentatrices et le représentant des administrateurs indépendants,

-semaine du 14 juillet 2014 : travaux d'évaluation, échange avec la Société et les Banques présentatrices,

-semaines des 21 et 28 juillet 2014 : finalisation du rapport et contrôle qualité, prise de connaissance du projet de comptes semestriels de CNIM, échanges avec la société et les Banques présentatrices sur le projet de rapport et émission du rapport pour le Conseil de Surveillance du 31 juillet 2014.

Les diligences pour mener cette mission ont notamment porté sur :

-l'étude détaillée de l'historique boursier de l'entreprise : cours de bourse, prix et volumes, transactions récentes, interventions éventuelles de la société et de ses actionnaires sur le marché de l'action CNIM,

-l'analyse de l'information diffusée par la société et ses actionnaires : communiqués de presse, comptes historiques sur 3 ans, évolution de l'actionnariat et avis de franchissement de seuil,

-les éléments juridiques, procès-verbaux des assemblées générales et des conseils de Surveillance, permettant de vérifier la nature des principaux points évoqués lors de ces réunions et leur éventuel impact sur nos travaux,

-l'étude des transactions à l'origine de la présente Offre Publique d'Achat Simplifié afin de vérifier qu'aucun élément connexe susceptible de remettre en cause le prix de référence n'est associé à ces deux transactions avec des actionnaires minoritaires significatifs.

-l'analyse critique du business plan avec des échanges tant avec le management de CNIM qu'avec les Banques afin de s'assurer de la pertinence et de la cohérence des éléments retenus pour l'évaluation. Conformément à la pratique de l'expertise indépendante, les éléments historiques et prévisionnels qui nous ont été fournis n'ont pas fait l'objet d'un audit de notre part,

-la recherche de sociétés cotées et de transactions comparables et la récupération des données via nos bases de données ainsi que sur les sites internet des sociétés concernées. Pour chaque société composant l'échantillon, lecture et analyse des derniers communiqués et rapports annuels pour prendre en compte les données comptables et extra comptables,

-la mise en œuvre de la méthode d'actualisation des cash-flows nécessitant notamment des calculs détaillés de cash-flows futurs, la normalisation du cash-flow pour le calcul de la Valeur Terminale ainsi que les différents éléments techniques composant les paramètres d'évaluation, taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini,

-le contrôle de tous les éléments permettant d'apprécier la valeur de CNIM au travers de l'approche multicritères préconisée par les textes,

-les échanges avec la personne en charge de la revue des travaux/contrôle qualité,

-l'obtention d'une lettre d'affirmation portant sur les points jugés clefs pour l'appréciation du caractère équitable du prix de l'Offre (notamment sur l'absence d'accord connexe comportant des éléments susceptible de remettre en cause le principe d'égalité de traitement des actionnaires de la société),

-la rédaction du rapport d'expertise incluant les principaux éléments et arguments permettant de conclure au caractère équitable du prix proposé pour la présente opération.

Documentation

Nous avons recherché un certain nombre d'informations sur CNIM, le secteur et les pays dans lesquels elle intervient, les sociétés comparables et les transactions sectorielles via les informations publiques disponibles ainsi que par InfFinancials, base de données à laquelle nous sommes abonnés.

Outre ces informations, comprenant notamment les comptes annuels de CNIM sociaux et consolidés certifiés sur trois ans s'arrêtant au 31 décembre 2013 et les Documents de Référence afférents, la société et ses conseils ont également mis à disposition de Farthouat Finance les principaux éléments suivants :

- contrats d'achat/cession irrévocables portant sur les participations détenues par CNN et Martin GMBH dans CNIM,
- répartition et évolution du capital et des droits de vote de CNIM,
- business Plan détaillé par activité pour les exercices 2014/2017 comprenant un compte de résultat, des éléments de situation financière et d'évolution prévisionnelle de la trésorerie ainsi que des fichiers détaillant les hypothèses sous-jacentes au business plan, notamment le chiffre d'affaires découlant du carnet de commandes, les hypothèses de nouvelles prises de commandes et les incidences en terme d'évolution du BFR, le détail du calcul de l'IS et de la CVAE,
- historique de prises de commandes de l'activité EPC («Engineering, Procurement and Construction»), désigne les projets "clés-en-main" d'installations industrielles et d'infrastructures),
- calcul de la trésorerie « non propriétaire »,
- procès-verbaux des Assemblées générales et des Conseils de Surveillance des deux derniers exercices,
- calculs sous-jacents aux tests d'impairment réalisés pour les comptes au 31/12/2013,
- rapport d'évaluation détaillant les hypothèses retenues par les Banques,
- projet de Note d'Information de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée comprenant notamment la présentation des critères d'appréciation du prix proposé.

Personnes rencontrées

Des contacts et échanges ont eu lieu avec les membres indépendants du Conseil de Surveillance de CNIM, des membres du Directoire de CNIM, ainsi que des représentants de Crédit Agricole CIB et Natixis, banques présentatrices de Compagnie Financière du Lion, conseil de l'initiateur :

-pour CNIM :

Messieurs Jean-François Vaury, Jean-Pierre Lefoulon et Richard Armand, membres indépendants du Conseil de Surveillance de CNIM

Monsieur Stefano Costa, membre du Directoire, Directeur Général du Secteur Environnement et Services

Monsieur Christophe Favrelle, Directeur financier Groupe

-pour CA-CIB Banque co-présentatrice et co-conseil de l'initiateur

Monsieur Cyril Moulin, Directeur

Monsieur Lester Bernard, Vice President

Monsieur Pierre Maynial, Associate

-pour Natixis, banque co-présentatrice et co-conseil de l'initiateur

Monsieur Jonathan Banet, Vice President

-pour la Compagnie Financière du Lion, co-conseil de l'initiateur

Monsieur Philip Vivier, Directeur général Délégué

Monsieur Younes El Kadiri, Vice President

Monsieur Charles-Henri Boyer, Analyste

Rémunération de Farthouat Finance

La rémunération de Farthouat Finance s'élève à 50 000€ HT, montant forfaitaire intégrant l'ensemble des travaux réalisés conformément à la réglementation et tenant compte des spécificités de l'opération.

IV-ANALYSE MULTICRITERES

Critères écartés

La multiplicité des métiers exercés par CNIM rend difficile l'exercice de comparaisons, avec des multiples de transactions ou de sociétés cotées (cf ci-après). S'agissant des transactions comparables, nous n'avons pas trouvé suffisamment de références utilisables et nous n'avons donc pas retenu cette méthode, étant souligné que les transactions de référence incluent le plus souvent une prime de contrôle conduisant à des multiples implicites supérieurs à ceux ressortant des comparables boursiers.

A notre connaissance, l'action CNIM n'est suivie par aucun bureau d'analyse financière.

Les approches par le dividende sont moins pertinentes que l'actualisation des cash-flows disponibles qui permet de valoriser CNIM sur la base de la totalité des flux de trésorerie disponible. Ces approches, qui reposent sur une hypothèse de taux de distribution, sont très sensibles aux décisions du ou des actionnaires en la matière. Au cas particulier, le taux de distribution (dividende/résultat net ou distribuable) qui est d'environ 50% actuellement pourrait être influencé par la présente opération.

La référence à l'actif net comptable (ou réévalué) généralement écartée pour des sociétés autres que financières, immobilières ou patrimoniales. L'actif net comptable de CNIM s'élève à 64€ par action au 31/12/2013 après affectation du dividende de 5€ décidé par l'Assemblée Générale des actionnaires du 21/05/2014.

Critères retenus

La référence la plus pertinente parce qu'elle est récente est la transaction réalisée avec les deux investisseurs présents au capital de CNIM. Nous l'avons donc analysée afin notamment de vérifier qu'aucun élément n'était susceptible d'en altérer la portée.

Le cours de bourse de l'action CNIM a été analysé, étant souligné la faible liquidité de l'action et l'absence de suivi par les analystes financiers.

L'actualisation des cash-flows disponibles est, au cas particulier, pertinente et a été mise en œuvre à partir du Business Plan 2014-2017 du management de CNIM.

La multiplicité des métiers de CNIM ainsi que la taille réduite de CNIM sur chaque métier au regard des concurrents complique l'approche par les comparables boursiers qui a néanmoins été appliquée afin de recouper les autres approches de l'analyse multicritères.

Pour ces deux méthodes l'évaluation a été réalisée en distinguant les différents métiers qu'exerce CNIM qui ont des caractéristiques particulières.

4-1 Données prises en compte

4-1-1 Nombre d'actions

Tous nos calculs ont été arrêtés sur la base du nombre d'actions retraité des actions d'autocontrôle (au 31/12/2013), soit sur 2 953 942 actions CNIM (les actions du contrat de liquidité ne sont pas déduites car pas retraitées non plus de la trésorerie dans les comptes).

nombre d'actions au 31/12/2013	3 028 110
autocontrôle CNIM	54 081
autocontrôle BWH	20 087
nombre d'actions hors autocontrôle	2 953 942

4-1-2 Trésorerie/Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres de CNIM

Pour le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres, nous avons intégré un montant de trésorerie ajustée de 86,3 M€ au 31 décembre 2013, détaillé ci-dessous :

	<u>Farhouat Finance</u>
	Montants pris en compte
Dette Financière courante	9,1
Dette Financière non courante	7,3
Trésorerie	-202,7
<u>Trésorerie non propriétaire</u>	<u>52,4</u>
<u>Dette Financière Nette (retraitée)</u>	<u>-133,9</u>
Provisions pour litiges	7,9
Provisions pour engagements de personnel	17,5
Provisions pour risques	7,7
Provisions pour charges	0,4
Intérêts minoritaires	-0,4
<u>Dividende détaché</u>	<u>14,7</u>
<u>Passage</u>	<u>-86,3</u>

La trésorerie non propriétaire correspond à l'estimation du management sur la base d'une analyse contrat par contrat de la situation de trésorerie et de résultat (qui a fait l'objet d'un rapport d'expert). Nous avons amendé ce montant des produits financiers générés en considérant par simplification une projection à l'infini.

Les provisions qui sont prises en compte ne figurent pas dans les flux et ont été retraitées des impôts différés actifs.

Le dividende correspond au dividende relatif à l'exercice 2013 qui a été détaché le 27 juin 2014 et mis en paiement le 2 juillet 2014.

Les actifs financiers disponibles à la vente (8,2M€) n'ont pas été pris en compte dans la mesure où ils correspondent pour la majeure partie à des participations minoritaires que le groupe a prises pour accompagner des contrats et qu'il n'est pas prévu de les céder à court terme.

Nous n'avons pas pris en compte de valeur pour l'immeuble détenu par le groupe (en cours de rénovation) dans la mesure où il va continuer à être utilisé comme siège social.

4-1-3 Impôts

Le calcul des impôts a été réalisé par le management de CNIM sur une base normative et comprend l'impôt sur les sociétés et la CVAE.

Pour le Crédit d'Impôt Recherche, impactant quasi exclusivement le secteur Innovation & Systèmes, le Business Plan intègre des montants estimés par le management dans la continuité de l'historique. Pour le calcul de la Valeur Terminale de cette activité, nous avons considéré deux scénarios (avec et sans maintien du dispositif du CIR). La Valeur Terminale retenue correspond à la moyenne de ces deux scénarios.

4-1-4 Eléments prévisionnels

Le Business Plan 2014-2017 a été arrêté en mars 2014 et validé par le Directoire de CNIM. Il intègre des objectifs commerciaux ainsi que des éléments de marges et de trésorerie détaillés par activité. La méthodologie repose notamment sur la revue trimestrielle des contrats (résultat/trésorerie) pour chaque entité du groupe (dernière revue : 1^{er} trimestre 2014) et la distinction dans la construction des prévisions entre les contrats long terme qui sont détaillés par contrat et les autres activités. Le Business Plan est basé sur la croissance organique de l'activité sans croissance externe.

Il repose sur les principaux éléments suivants :

-Division environnement : l'activité est marquée par un creux en début de période en comparaison du niveau exceptionnel de 2013 (réalisations aux Royaume Uni selon commandes enregistrées en 2011-2012) puis un rebond basé notamment sur des hypothèses de prises de commandes au Moyen Orient, l'activité exploitation étant en légère croissance et le traitement de fumées (LAB) équivalent à 2013 en fin de période, étant souligné qu'aucun chiffre d'affaires n'a été pris en compte sur l'activité des extractions de métaux des cendres d'incinération (fonds de commerce Geodur acquis récemment). La marge d'Ebitda est en progression en 2014 et diminue en 2015 et 2016 (faibles commandes 2014, investissements commerciaux significatifs). Les variations de BFR sont fonction des avancées de contrats, l'ensemble de ces éléments générant des cash-flows d'exploitation significativement positifs sur l'horizon du BP,

-Innovation & Systèmes : la branche d'activité qui a connu un point bas en termes de résultats récemment doit se redresser avec une hausse du chiffre d'affaires significative anticipée sur la période induisant des niveaux de marges plus normatifs et une contribution aux cash-flows libres d'exploitation du groupe en fin de période,

-Energie : l'activité est en croissance à partir de 2015, sans contribution de l'activité solaire du fait de sa phase de développement. Le redressement de la rentabilité permet une contribution aux free cash-flows du groupe en fin de période, qui reste cependant modeste en comparaison des autres divisions.

Appréciation des hypothèses retenues

CNIM bénéficie de prises de commandes, notamment en Grande-Bretagne (mais également dans d'autres pays européens) pour la division EPC qui ont permis de générer un chiffre d'affaires et une trésorerie significative. Dans cette activité, qui porte un risque spécifique du fait notamment de la taille des projets réalisés, le groupe doit faire un effort conséquent pour s'ouvrir de nouveaux marchés, sachant que certaines zones sont déjà matures ou fortement concurrentielles, que la réglementation de certains pays n'est pas stabilisée et que les accords avec les partenaires pour le génie civil ou les grilles de combustion induisent certaines contraintes.

Les hypothèses retenues dans le BP tiennent compte du carnet de commandes engrangé ainsi que de l'avancée des négociations sur un certain nombre de contrats, les marges générées intégrant un facteur « aléas » inhérent au métier d'EPC.

Pour la division Environnement, la principale interrogation porte sur le renouvellement des contrats d'exploitation en Grande-Bretagne, soit un évènement postérieur à l'horizon du BP (entre 2019 et 2026). Le management estime que la probabilité de renouvellement de ces contrats est faible.

Pour la division I&S, le redressement des marges prévu est significatif, sachant que la rentabilité positive de cette division repose en grande partie sur le financement des charges de recherche et développement par le Crédit d'Impôt Recherche.

Au niveau du Groupe, le niveau des investissements est retenu pour un montant de bas de fourchette, étant souligné que l'impact de cet élément est limité par le caractère peu capitalistique de l'activité de CNIM.

A l'inverse, certaines activités sont affectées de charges de développement sans générer de chiffre d'affaires à l'horizon 2017, par prudence car il s'agit de démarrages ou reprises récentes (solaire, traitement des cendres d'incinération). Nous avons donc considéré que cette situation ne pourrait perdurer à l'infini et avons corrigé le flux normatif en conséquence dans la mise en œuvre de l'actualisation des cash-flows disponibles.

Prise en compte des semestriels 2014

Même s'il est délicat - compte tenu de l'activité du Groupe - d'extrapoler les comptes annuels de CNIM à partir des seuls comptes semestriels, les chiffres publiés au 30 juin 2014 témoignent :

- de la difficulté de redressement de la profitabilité de la branche Innovation & Services avec des pertes opérationnelles quasi stables sur leurs niveaux au 30 juin 2013 sans toutefois remettre en cause le plan d'affaires du groupe ;
- d'un retard de la branche Energie sur le prévisionnel 2014 qui devrait se résorber sur le second semestre, l'activité présentant un caractère de saisonnalité plus marqué ;
- d'une excellente performance de la branche Environnement avec une hausse de 12,5% de son CA et de 43,2% de son résultat opérationnel, avec notamment la livraison d'une affaire dans de bonnes conditions et, concernant l'activité Exploitation, une concentration des arrêts pour maintenance sur le second semestre, favorisant les résultats au 30 juin 2014.

Au total, le CA consolidé au 30 juin 2014 représente 50% du prévisionnel 2014 contre 44% du CA annuel 2013 en juin 2013, le résultat opérationnel totalisant quant à lui 51% du plan d'affaires 2014 contre seulement 37% en juin 2013.

Le résultat des SME, en hausse de 16,7% (74% de la contribution budgétée pour 2014) profite d'un bon taux de disponibilité des usines d'incinération sur la période et témoigne de la prudence prévalant à l'établissement du prévisionnel 2014 du groupe, sans toutefois remettre en cause les perspectives anticipées dans le plan d'affaires à plus long terme.

Compte tenu de la forte volatilité du BFR (à l'origine de la baisse de la trésorerie à fin juin 2014) et des provisions, les autres éléments n'appellent pas de commentaires particuliers.

Découpage par activité

La répartition de l'activité réalisée par CNIM repose sur une logique commerciale mais pour les besoins de la valorisation un autre critère a été utilisé, qui est le caractère récurrent ou non du CA généré.

Ainsi, si la branche « Innovation & Systèmes » reprend le périmètre retenu par CNIM, les deux autres divisions du groupe ont été redécoupées de la façon suivante :

-la division « Environnement » du groupe est répartie entre l'exploitation d'une part et la réalisation d'autre part (y compris LAB),

-la division « Energie » est principalement regroupée avec la partie exploitation, à l'exception du solaire qui est rattaché à la réalisation.

In fine, cette approche permet d'avoir :

-une activité plus récurrente qui comprend la sous division exploitation (« Environnement »), CBS (« Energie »), Babcock Wanson (« Energie ») et les sociétés mises en équivalence,

-une activité de réalisation de projets (EPC) qui regroupe la sous division réalisation (« Environnement »), LAB (traitement de fumées « Environnement ») et le solaire (« Energie »),

-la division « Innovation & Systèmes » conforme au reporting du groupe.

4-2 Transaction récente sur le capital de CNIM

Par un communiqué en date du 18 juillet 2014 la finalisation de la transaction permettant à la famille Dmitrieff de détenir un peu plus de 56% du capital de CNIM a été portée à la connaissance du public.

Evolution de l'actionnariat pré et post transaction :

	Avant la transaction		Post transaction
	Nombre d'actions	Détention en % du capital	Détention en % du capital
Soluni	829 769	27,40%	56,35%
Madame Christiane Dmitrieff	1 295	0,04%	0,04%
Compagnie Nationale de Navigation (CNN)	566 010	18,69%	0,00%
Famille Herlicq	312 636	10,32%	10,32%
Martin Gmbh	310 518	10,25%	0,00%
Eximium	151 746	5,01%	5,01%
Cnim Participation (actionnariat salarié)	75 631	2,50%	2,50%
Autocontrôle (+contrat de liquidité)	77 855	2,57%	2,57%
Public (y compris titres inscrits au nominatif)	702 650	23,20%	23,20%
Total	3 028 110	100,00%	100,00%

Source : Document de référence 2013 de CNIM au 04/04/2014 hors CNN et documents relatifs à la transaction pour CNN

Il convient de souligner que cette transaction fait suite à la volonté de CNN (investisseur financier et industriel présent depuis 2008 au capital de CNIM), exprimée depuis plusieurs mois et matérialisée par la nomination d'un professionnel de marché en charge d'étudier les différentes options, de céder sa participation sans que cette dernière ait trouvé un acheteur pour l'ensemble à un prix supérieur. Martin Gmbh, actionnaire historique du groupe (depuis 2002), siégeant au conseil de surveillance et partenaire commercial de longue date (années 60), a considéré qu'il était justifié de saisir cette occasion pour céder sa participation.

Nos diligences ont consisté :

-à nous assurer qu'aucun accord connexe n'est attaché à la transaction,

-qu'au cas particulier, les relations d'affaires entre CNIM et Martin GmbH ne sont modifiées en aucune sorte.²

Il n'est en particulier pas envisagé que le contrat qui les unit soit renégocié avant son échéance (2015), sachant qu'il porte notamment sur des découpages territoriaux/exclusivité et que la concurrence dans le secteur garantit la réalité des négociations commerciales entre les deux partenaires.

Etant souligné :

-que les cédants sont des actionnaires qui disposent d'une bonne connaissance de CNIM et de son activité, en particulier Martin GmbH qui siège au Conseil de Surveillance,

-que la cession n'est accompagnée d'aucune clause ou accord connexe,

-que les deux blocs acquis représentent 28,9% du capital de CNIM

Le prix de la transaction la plus récente qui est de 105€ par action pour 28,9% du capital de CNIM est une référence incontournable pour la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Le prix de 105€ est calé sur le prix de négociation de deux blocs représentant au total 28,9% du capital de CNIM.

4-3 Cours de bourse

4-3-1 Historique du cours de bourse

Derniers cours cotés avant l'annonce de l'opération

Le prix de 105€, post détachement du dividende le 27 juin 2014, est très proche des cours cotés sur les jours précédents l'annonce de l'opération, sachant que les cours des jours précédents le 27/06/2014 incluent le dividende ordinaire de 5€ par action.

Date	24/06/2014	25/06/2014	26/06/2014	27/06/2014	30/06/2014
Ouverture	104,8	105,1	104,7	103,8	104,92
Haut	105,6	105,1	105,4	104,8	107
Bas	104,8	103,2	104,21	103,8	104,92
Clôture	105	104,4	105,4	104,8	107
Nombre de titres	491	498	459	748	297
Nombre de transactions	25	46	26	16	18
Capitaux (€)	51 647	51 915	48 174	77 846	31 509

Source : europeanequities.nyx.com, cours non retraités du dividende

CNIM est une valeur « moyenne » dont la capitalisation dépasse légèrement 300M€.

Comme le montre le tableau ci-dessus, les échanges journaliers sont réduits et chaque négociation porte sur un nombre faible de titres, malgré un flottant d'environ 20%. Seuls les actionnaires minoritaires

² Cf note 26 « Parties Liées » des comptes consolidés au 31/12/2013 et description dans le rapport spécial des commissaires aux comptes « contrat de coopération avec la société Martin GmbH für Umwelt-und Energietechnik » page 243 du Document de Référence 2013 de CNIM.

détenant un nombre restreint d'actions CNIM peuvent céder leur participation sur le marché sans risquer de peser sur le cours de bourse.

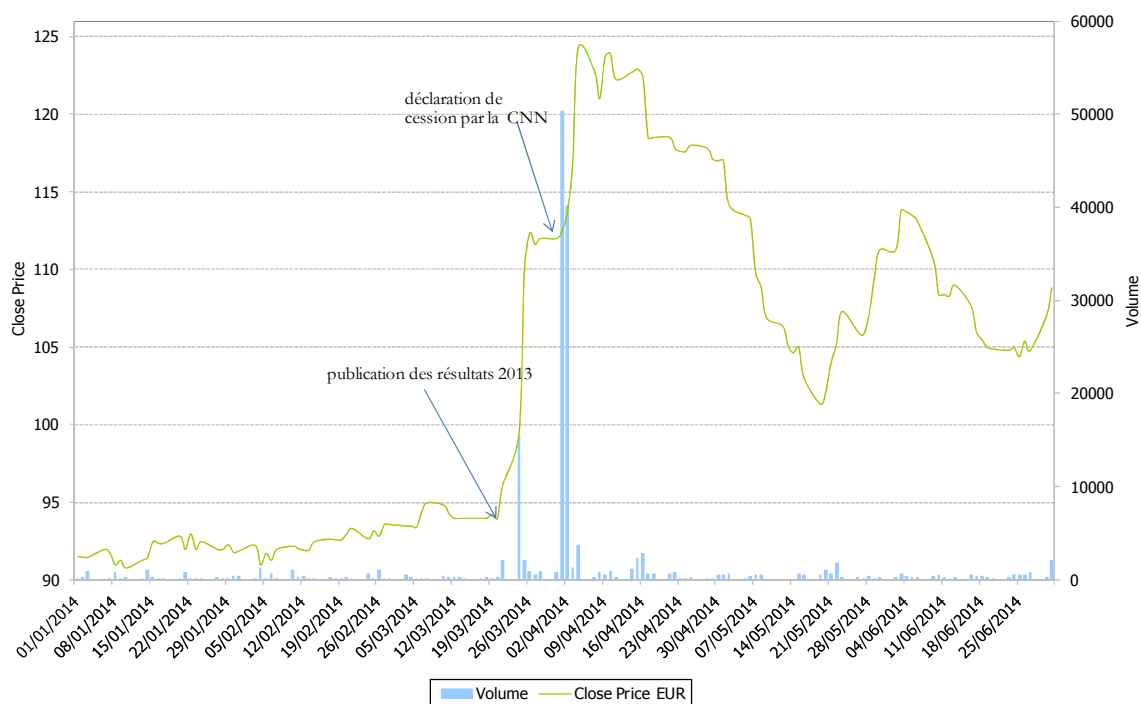
L'évolution du cours de bourse sur cette période semble également montrer que le marché de l'action CNIM n'est pas arbitré, le détachement du dividende, qui représente environ 5% de la valeur, n'ayant pas eu d'impact sur le cours de bourse de l'action CNIM.

Le dernier cours coté le 30/06/2014 avant l'annonce de l'opération est de 107€ (post détachement du dividende).

Post annonce, le cours de bourse de l'action CNIM a continué à coter à un prix proche, légèrement supérieur au prix de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Evolution du cours de bourse depuis le début de l'année 2014 :

Sur les 3 premiers mois de l'année, le cours de bourse de l'action CNIM évoluait entre 90€ et 95€ et il s'est nettement revalorisé suite à la publication de bons résultats pour l'exercice 2013. Après avoir atteint un plus haut historique à 124,25€ en avril 2014, le cours de bourse de l'action CNIM a baissé pour s'établir dans une fourchette de 100€ à un peu plus de 110€ (avant détachement du dividende).



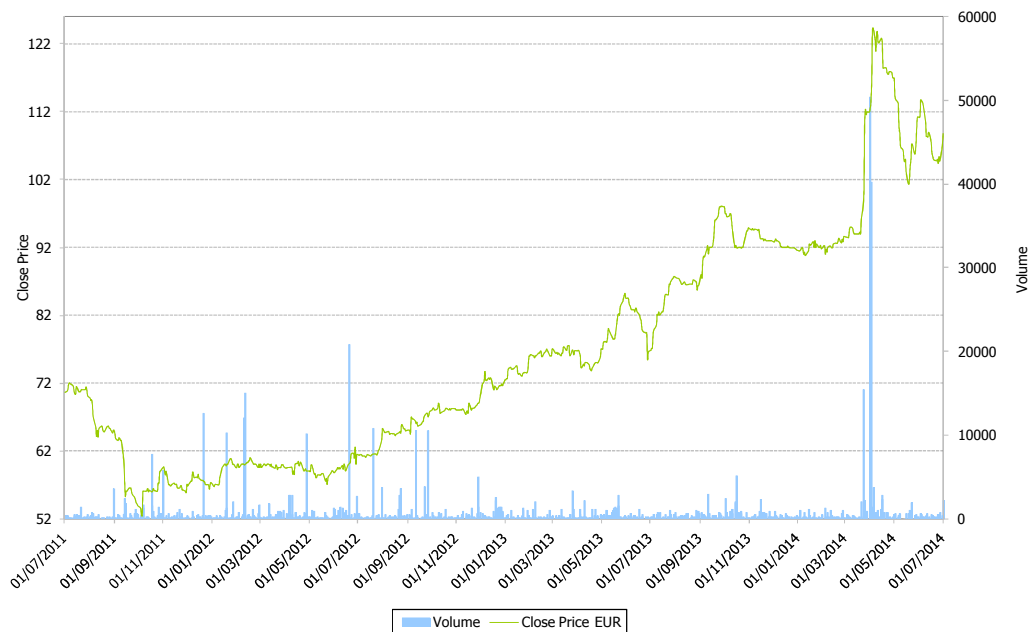
Les forts volumes enregistrés en avril 2014 sont concomitants à la déclaration de franchissement de seuil de CNN.³

³ Cf AMF du 8 avril 2014 : « par courrier reçu le 8 avril 2014, la société par actions simplifiée Compagnie Nationale de Navigation a déclaré avoir franchi en baisse, le 2 avril 2014, le seuil de 20% du capital de CNIM...Ce franchissement de seuil résulte d'une cession d'actions CNIM sur le marché »

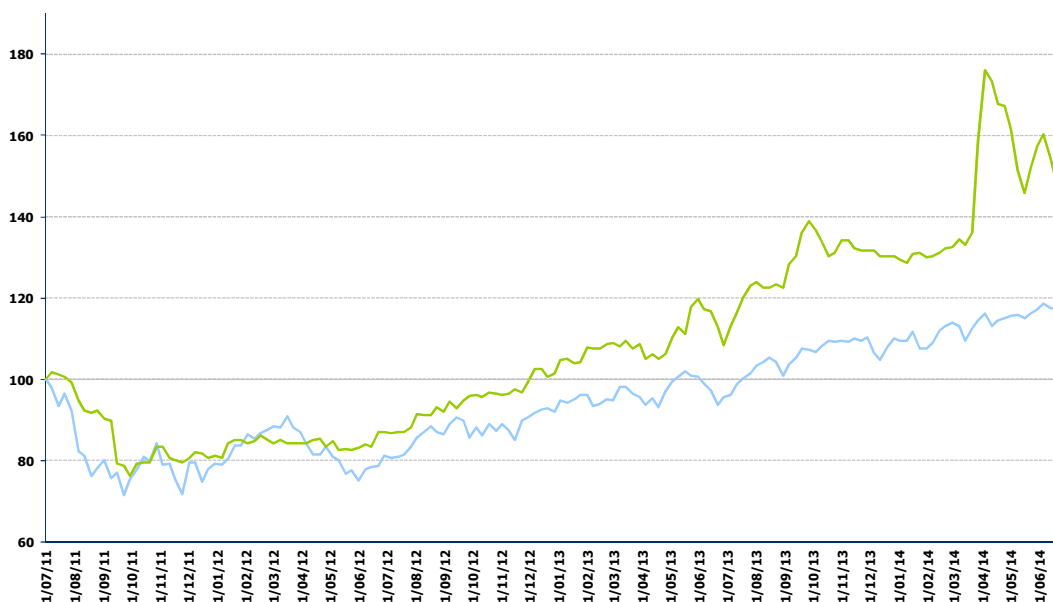
Historique du cours de bourse sur une plus longue période

Evolution du cours de bourse au cours des trois dernières années

Le titre a longtemps coté autour de 70€ et s'est significativement redressé depuis 1 an. Le pic d'avril 2014 correspond à la période de publication des résultats annuels 2013 qui ont enregistré une forte hausse.



Evolution relative au SBF 120 au cours des trois dernières années (cours CNIM en vert)



Le cours de l'action CNIM sur 3 ans surperforme l'évolution de l'indice SBF 120 (sur 5 ans elle est assez proche de celle des indices boursiers de référence).

A notre connaissance, l'action CNIM n'est suivie par aucun bureau d'analyse financière.

4-3-2 Moyennes de cours de bourse

Cours arrêtés au 30/06/2014 (non retraités)	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois
Cours moyen pondéré par les volumes VWAP	107,93	112,81	108,94	104,35
Cours minimum	104,40	101,35	90,80	76,80
Cours maximum	113,79	124,25	124,25	124,25
Volumes moyens	357	1994	1293	863

source : Bloomberg, calculs Farthouat Finance, moyennes pondérées par les volumes des cours moyens journaliers pondérés, cours non retraités du dividende

Le cours de bourse moyen de l'action CNIM sur 1 mois retraité du dividende (5€ non actualisé retranché des cours précédent le 27 juin 2014) ressort à 103,6€ par action CNIM.

Le prix de 105€ par action CNIM est proche des cours de bourse récents et n'offre pas de prime sur ce critère, étant souligné la faible liquidité de l'action CNIM et sa surperformance sur une plus longue période.

4-4 Comparables Boursiers (critère retenu à titre indicatif)

Il n'existe pas de sociétés très comparables à CNIM globalement et dans chacun de ses métiers. A défaut, l'échantillon de comparables est composé des sociétés suivantes :

Pour la division Environnement : Véolia, Suez Environnement, Lassila & Tikanoja, Shanks

Outre les deux grands groupes français du secteur Véolia et Suez Environnement dont les capitalisations boursières sont supérieures à 7Mds€ et qui sont principalement présents dans la collecte et la valorisation de déchets mais également dans le traitement et la distribution de l'eau, l'échantillon comprend la société anglaise Shanks et la société finlandaise Lassila & Tikanoja qui sont d'une taille plus réduite avec des capitalisations boursières plus proches de 500M€.

Shanks exerce son activité dans la valorisation des déchets. Il est principalement présent aux Pays-Bas, en Grande-Bretagne, Belgique, et au Canada et emploie 4 000 personnes. Ses clients sont de grands groupes privés ainsi que des services publics. Il clôture ses comptes au 31 mars.

Lassila & Tikanoja est présente dans le recyclage et la valorisation de déchets et opère également des contrats de services de nettoyage et de maintenance. Le groupe a des implantations dans le nord de l'Europe et en Russie.

Pour la division EPC : Alstom, Impregilo, Costain Group

Alstom, Impregilo et Costain Group exercent des activités de construction/fabrication ayant pour partie des caractéristiques communes avec l'activité CNIM, s'agissant de la durée longue des contrats, de leur financement, des fortes variations de BFR et des risques associés.

L'actualité récente d'Alstom (20Mds€ de CA) est marquée par l'annonce en avril 2014 d'un projet de cession des activités énergie (Thermal Power, Renewable Power et Grid) au groupe GE (pour une VE de 11,4Mds€ et VE/Ebit 2012/2013 de 12,2X), Alstom se concentrant sur l'activité ferroviaire. En conséquence, la comparaison a été retenue sur la base de la capitalisation boursière pré annonce et d'anticipations de résultats sur la base du périmètre actuel, avant impact de la cession.

Salini Impregilo est un groupe italien issu de la fusion en 2013 entre Impregilo et Salini. Il est présent dans la construction de projets de très grandes tailles (notamment centrales hydroélectriques, autoroutes, aéroports, ferroviaire) pour un chiffre d'affaires de plus de 4Mds€ avec une forte présence en Italie et en Amérique Latine. C'est un concurrent direct de CNIM pour l'activité EPC.

Costain Group est une société d'ingénierie anglaise qui intervient dans les secteurs de l'énergie, des infrastructures (rail, autoroutes) et de l'eau. Elle réalise un chiffre d'affaires de près d'1Md£ et a une position de trésorerie nette renforcée par la récente augmentation de capital.

Pour la division Innovation & Systèmes : Thales, Lisi, Mersen

Thales, grand groupe français présent dans l'Aérospatial, le Transport et la Défense et Sécurité (50% du CA et de l'Ebit consolidés) avec un chiffre d'affaires de 14Mds€ et un carnet de commandes de 29Mds€.

Lisi fait de la conception et de la fabrication de solutions d'assemblages pour l'aéronautique (58% du CA), l'automobile et le médical. Son chiffre d'affaires consolidé est légèrement supérieur à 1Mds€, réalisé avec 9 200 salariés. Sa capitalisation boursière est légèrement supérieure à 1,2Mds€.

Mersen (ex Carbone Lorraine) conçoit des solutions innovantes adaptées aux besoins de ses clients pour optimiser leur performance industrielle dans les secteurs des énergies, du transport, de l'électronique, de la chimie/pharmacie et des industries de procédés. Son activité est répartie en deux pôles, « matériaux » et « électrique ».

Au total les échantillons retenus comprennent des sociétés :

-d'une taille très significativement supérieure avec une capitalisation boursière moyenne de 5Mds€ contre 300M€ pour CNIM,

-nettement plus rentables que CNIM avec un ratio d'Ebitda/CA 2013 de 11,5% contre 6,8% pour CNIM.

Multiples VE/EBITDA par division	2014	2015	2016
Environnement	7,3	6,7	6,4
EPC	6,0	5,4	5,0
I & S	6,3	5,8	5,4

Source : Infinaancials, moyennes de cours de bourse 1 mois arrêtees au 7 juillet 2014 (sauf pour Alstom moyenne 1 mois arrêtee au 22 avril 2014-pré opération GE), données non calendarisées.

Les multiples ont été appliqués à chaque division conduisant à une Valeur d'Entreprise qui agrégée donne une Valeur d'Entreprise consolidée à laquelle est ajoutée la trésorerie nette ajustée (passage VE). Nous n'avons pas retenu des multiples de résultats ou d'EBIT en raison de la faible intensité capitalistique de CNIM par rapport à l'échantillon des valeurs comparables.

Pour tenir compte des écarts significatifs de taille entre CNIM et la moyenne de l'échantillon, une décote de 25% a été appliquée, correspondant à la décote implicite en cas central, de la prime additionnelle de taille de 2,8% retenue pour le calcul du coût du capital pour la méthode DCF.

La valeur ressort en moyenne à 115,2€ par action CNIM dans une fourchette de 109,1€ à 125,5€ par action.

Les valeurs induites par le critère des comparaisons boursières sont comprises dans une fourchette de 109,1€ à 125,5€. Le prix de 105€ par action CNIM est inférieur aux valeurs ressortant du critère des comparaisons boursières qui est retenu à titre indicatif.

4-5 Actualisation des Cash-Flows d'Exploitation Disponibles (DCF)

Pour la mise en œuvre de ce critère, nous avons retenu :

-un taux d'actualisation implicite consolidé de 9,9%, intégrant un taux sans risque de 2,2% (moyenne de l'OAT Tec 10 ans sur les six derniers mois), une prime de risque action de 6,5% (source Natixis au 30/06/2014) et une prime de taille de 2,8%⁴ et reflétant les risques appréciés séparément sur chacune des trois branches d'activité (bêtas 3 ans désendettés des échantillons de valeurs comparables) :

	Environnement	EPC	I&S
Taux sans risque	2,16%	2,2%	2,2%
Prime de risque marché	6,5%	6,5%	6,5%
Bêta désendetté	0,63	0,92	0,75
Prime de risque/taille	2,8%	2,8%	2,8%
Coûts des fonds propres	9,03%	10,98%	9,87%

-un taux de croissance à l'infini moyen de 1%

-le cash-flow est normalisé à l'issue de l'horizon du plan d'affaires du management. A cette fin :

- nous avons considéré que le groupe serait en mesure dans son activité de construction d'usines d'incinération d'entrer annuellement en commandes les niveaux moyens enregistrés sur la période 2000-2017. Pour les autres branches, nous nous sommes basés sur les chiffres d'affaires prévus en 2017

⁴ La prime correspond à la moyenne arithmétique des primes utilisées dans le cadre d'Offres Publiques en France sur 1 an (appliquée hors impact du bêta sectoriel).

- en l'absence d'éléments sur les perspectives de l'activité nous n'avons pas intégré de développement de la branche solaire. Aussi et par cohérence nous avons supprimé les charges afférentes
 - marges d'EBITDA :
 - les marges moyennes d'EBITDA du plan d'affaires 2014-2017 ont été utilisées pour les branches Environnement et Innovation et Services dans la détermination des marges normatives
 - la marge d'EBITDA normée de la branche Usine d'Incinération d'Ordures Ménagères est égale à celle extériorisée en 2017, en raison de la rentabilité élevée des contrats britanniques ayant gonflé les marges de la branche sur la période
 - la marge d'EBITDA de la branche traitement de fumées a été normalisée par rapport au point bas de 2017, en faisant l'hypothèse d'une convergence de celle-ci sur le niveau extériorisé par la division Usine d'Incinération d'Ordures Ménagères
 - concernant le CIR, nous avons pris en compte deux scénarios, que nous avons ensuite moyennés, l'un de maintien de ce dispositif et l'autre d'arrêt dès 2018. Le montant intégré est de 6M€, un peu inférieur au montant estimé en 2017 pour tenir compte de la légère décroissance tendancielle de ce dispositif. Au final, notre calcul revient à prolonger sur 7 ans le mécanisme au-delà du Business Plan.
 - la forte volatilité du BFR nous a amené à ne pas considérer de besoin ou ressource de trésorerie sur ce poste
 - compte tenu du niveau de taux de croissance projeté à l'infini, les investissements sont supposés égaux aux dotations aux amortissements
- ce cash-flow normé est projeté à l'infini,

Les calculs d'actualisation ont été réalisés au 1^{er} janvier 2014 et conduisent à une valeur centrale de 125,5 € par action et peuvent être détaillés comme suit :

En M€	Groupe CNIM
Somme des flux	81,0
Valeur Terminale	203,4
VE	284,4
Passage	-86,3
Valeur des fonds propres	370,6
Par action (en €)	125,5

La non prise en compte du CIR en Valeur Terminale aurait conduit à une valeur centrale de 117,7 € par action CNIM et à une valeur sensibilisée comprise entre 110,3 € et 126,9 €.

Sensibilité de l'actualisation des cash-flows d'exploitation

taux de croissance à l'infini	taux d'actualisation					
	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	
0,25%	130,4	125,0	120,1	115,7	111,8	
0,50%	132,6	126,9	121,8	117,2	113,1	
0,75%	134,9	128,9	123,6	118,8	114,5	
1,00%	137,3	131,1	125,5	120,5	116,0	
1,25%	139,9	133,3	127,5	122,2	117,5	
1,50%	142,7	135,7	129,6	124,1	119,2	
1,75%	145,7	138,3	131,8	126,0	120,9	

Le prix de 105 € est inférieur à la valeur centrale de DCF qui ressort à 125,5 € selon nos calculs. En faisant varier le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini de + ou - 0,5%, la valeur ressort entre 117,2€ et 135,7€ par action CNIM.

V-ANALYSE DES ECARTS AVEC LES BANQUES PRESENTATRICES

5-1 Critères retenus et écartés

Nous avons retenu les mêmes références à la transaction récente sur le capital de CNIM et aux cours de bourse ainsi que le critère d'actualisation des cash-flows disponibles (DCF).

Nous avons également retenu le critère des comparaisons boursières à titre informatif.

5-2 Mise en œuvre des critères

Le nombre d'actions pris en compte présente une légère différence car nous n'avons pas retraité des actions détenues via le contrat de liquidité, ce qui nous conduit à baser nos calculs sur 2 953 942 actions CNIM contre 2 948 134 pour les Banques.

Pour le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres, nous avons retenu un montant positif de 86,3 M€ contre 84,7 M€ pour les Banques en raison notamment d'une différence du taux d'intérêt retenu pour calculer la montant des produits financiers générés par la trésorerie non propriétaire.

S'agissant du cours de bourse, nous n'avons pas retraité l'historique du dividende ordinaire, le consensus sur le principe et la manière de faire n'étant pas stabilisé.

Dans la mise en œuvre de l'actualisation des cash-flows, un certain nombre de points nous différencient :

-pour le calcul du taux d'actualisation, nos paramètres et calculs diffèrent pour un résultat différent par division mais assez proche en consolidé de 9,9% pour Farthouat Finance contre 10,3% pour les Banques

-pour la normalisation de la Valeur Terminale par branche, nous avons pris un montant supérieur à celui des Banques car nous avons retraité certains coûts compris dans le cash flow 2017, en particulier pour le solaire et pour l'activité de traitement de cendres d'incinération. Nous avons également considéré qu'il n'était pas certain que le mécanisme du CIR disparaisse en totalité post 2017 et qu'il serait reconduit pour une période de 7 années additionnelles au-delà du Business Plan (correspondant à la moyenne des résultats issus des hypothèses de maintien à l'infini et disparition post 2017).

La somme des différences sur les flux normatifs et le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Capitaux Propres conduit à une valeur centrale de 125,5 € dans nos travaux contre 110,4 € pour les Banques. Le maintien du dispositif du CIR sur 7 années au-delà du Business Plan impacte notre valeur centrale de 7,8 € alors que le différentiel de taux d'actualisation retenu accroît de 3,9 € notre valeur centrale. Ces deux facteurs expliquent 77% de l'écart de notre valeur centrale sur celle des Banques.

Pour les comparaisons boursières, que nous retenons à titre indicatif comme les Banques :

-les multiples de l'échantillon ressortent de la base de données que nous utilisons (Infinancials) basée sur un consensus de prévisions (Factset) alors que les Banques se sont appuyées sur des notes de brokers pour chacune des sociétés de l'échantillon et ont réalisé des retraitements que nous n'avons pas faits (notamment analyse des retraitements liés à la trésorerie non propriétaire difficile à estimer avec le seul accès à l'information externe),

- nous avons retenu les projections 2014 à 2016 qui ressortent du BP non retraitées alors que les Banques abaissent les montants pour les « normaliser »,

-prise en compte d'une décote de taille dans nos travaux basée sur l'impact de la prime spécifique en valeur centrale retenue pour le DCF, soit 25%.

VI-IMPACT DE LA DISTRIBUTION EXCEPTIONNELLE

Une distribution exceptionnelle de 30€ par action CNIM, soit environ 90M€ au total sera proposée à une prochaine Assemblée Générale des Actionnaires et devrait intervenir pendant l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

En conséquence le prix de 105€ sera ajusté à 75€ post distribution du dividende exceptionnel.

Cette distribution à l'ensemble des actionnaires de CNIM :

-est rendue possible par l'excédent de trésorerie récemment accumulé, un expert étant intervenu pour tester la faisabilité de l'opération en fonction de différents scénarii d'activité dégradés. Sur la base de la trésorerie nette existant au 31/12/2013, soit 186M€ et 172M€ post dividende ordinaire, la trésorerie nette reste positive à 82M€ après dividende exceptionnel (26M€ positif retraitée de l'estimation de la trésorerie non propriétaire),

-n'a pas d'incidence sur la valorisation de CNIM même si le signal qu'elle donne sur l'allocation des ressources du Groupe peut être considéré comme positif,

-laisse le choix aux actionnaires de CNIM d'apporter ou non à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée avant ou après distribution.

VII-CONCLUSION

Tableau récapitulatif des valeurs

Récapitulatif des valeurs	en € par action CNIM	Prime/Décote
Prix de l'OPAS (avant dividende exceptionnel)	105,0	
Transaction de référence		
Portant sur 28,9% du capital	105,0	0%
Cours de bourse		
Dernier	107,0	-2%
Moyenne 1 mois retraitée du dividende	103,6	1%
Moyenne 3 mois (non retraitée du dividende ordinaire)	112,8	-7%
Moyenne 6 mois (non retraitée du dividende ordinaire)	108,9	-4%
Moyenne 12 mois (non retraitée du dividende ordinaire)	104,3	1%
Actualisation des Cash-Flows d'Exploitation		
Valeur centrale	125,5	-16%
Bas	117,2	-10%
Haut	135,7	-23%
Comparaisons Boursières (à titre indicatif)		
Valeur Centrale	115,2	-9%
Bas	109,1	-4%
Haut	125,5	-16%

Le prix de 105€ par action est calé sur une transaction récente réalisée avec deux actionnaires historiques de CNIM et représentant 28,9% du capital de la société. Cette transaction, référence incontournable, n'est accompagnée d'aucun accord connexe et il nous a été confirmé qu'il n'existe aucun élément susceptible de remettre en cause la référence au prix de cette transaction.

Le prix de 105€ par action CNIM est proche des cours de bourse récents, étant souligné la faible liquidité de l'action CNIM.

Le prix de 105€ par action est inférieur à la valeur centrale ressortant du critère d'actualisation des cash-flows disponibles, les calculs ayant été réalisés avec des paramètres tenant compte des spécificités de CNIM. Il est également inférieur à la valeur par comparaisons boursières qui a été retenu à titre indicatif du fait des disparités entre CNIM et les sociétés de l'échantillon.

Les cours de bourse présentent une décote par rapport à la valeur de CNIM, telle que ressortant de nos travaux, malgré la revalorisation de l'action CNIM et sans qu'il soit possible de dire si cette décote va se

résorber ou s'accroître dans le futur, compte tenu de la faiblesse des échanges sur le marché boursier de CNIM et de la complexité à appréhender la valeur (multi-activité, pas de suivi des analystes, pas de véritables comparables, cyclicité, forte variation de BFR et donc de trésorerie).

Multiples implicites 2013 ressortant du prix de 105€ par action de CNIM

Valorisation au Prix d'Offre	
Nombre d'actions (hors autocontrôle)	2 953 942
Prix de l'Offre	105
Valeur des fonds propres	310,2
Passage VE	-86,3
Valeur d'Entreprise (VE)	223,9
Sous Jacents 2013	
CA	781,9
Résultat Opérationnel	42,1
Ebitda	53,4
Résultat Net	30,1
Multiples implicites 2013	
VE/CA	0,3
VE/ROP	5,3
VE/EBITDA	4,2
PER	10,3

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée permet aux actionnaires de CNIM qui le souhaitent de céder leurs titres au même prix que celui de la CNN et de Martin GmbH sans limite de liquidité.

Les actionnaires de CNIM n'ont pas d'obligation d'apporter leurs titres à la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée sachant que CNIM restera cotée et que l'initiateur ne vise aucun seuil de détention ni retrait de la cote.

Le prix de 105€ par action CNIM, soit 75€ par action post distribution exceptionnelle qui devrait intervenir au cours de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, est équitable pour les actionnaires minoritaires de la société dans le cadre de la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Le 30 juillet 2014

Marie-Ange Farthouat, Associée

Farthouat Finance

21 rue d'Hauteville

75010 Paris

3.2 Addendum au rapport de l'expert indépendant en date du 22 août 2014

Addendum à notre rapport du 30 juillet 2014 :

« Notre rapport en date du 30 juillet 2014 comprend un certain nombre d'éléments (Diligences, Documentation, Transaction récente sur le capital de la CNIM, Impact de la distribution exceptionnelle, Conclusion) concernant les transactions avec la Compagnie Nationale de Navigation et Martin Gmbh à l'origine de la présente Offre, l'absence d'accord connexe susceptible de remettre en cause le principe d'égalité des actionnaires de la CNIM ainsi que l'impact de la distribution exceptionnelle.

Les éléments ainsi extériorisés visaient à montrer que nous nous étions assurés de l'absence de tout élément (en ce compris un éventuel complément de prix) susceptible de remettre en cause le caractère équitable du prix proposé, comme souligné dans la conclusion de nos travaux et que nous avons examiné la faisabilité de la distribution exceptionnelle sur la base d'un rapport d'expert.

A la demande des services de l'AMF, nous précisons :

-que les contrats de cession d'actions CNIM par la CNN et Martin Gmbh ne font apparaître aucun complément de prix,

-que le « pacte Soluni » dont nous avons pris connaissance ne contient aucune clause susceptible de remettre en cause notre conclusion sur le caractère équitable du prix offert,

-que nous avons pris connaissance du rapport établi par le cabinet Mazars dans la perspective de la distribution exceptionnelle.

Paris, le 22 août 2014

Marie-Ange Farthouat

Associée

Farthouat Finance

4. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

CNIM n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

A l'exception des accords décrits à la section 1.3 de la Note d'Information, CNIM n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

5. ELEMENTS CONCERNANT CNIM SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

5.1 Structure et répartition du capital

Au 28 août 2014, le capital social de la Société s'élève à 6.056.220 euros, divisé en 3.028.110 actions ordinaires de 2 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la connaissance de la Société et, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils reçues par la Société et des autres informations publiques disponibles au 28 août 2014, le capital et les droits de vote de CNIM étaient répartis comme indiqué à la section 1.2 de la présente note d'information en réponse.

Le nombre total d'Actions propres détenues par CNIM au 28 août 2014 s'élève à 59.889 dont 5.808 Actions affectées au contrat de liquidité entre CNIM et Exane BNP Paribas (étant précisé que les dispositions de ce contrat sont actuellement suspendues depuis le 1^{er} juillet 2014).

Par ailleurs, il est précisé que Babcock Wanson Holding S.A.S. détient 20.087 Actions d'autocontrôle, soit 0,66% du capital de la Société au 28 août 2014.

5.2 Participations directes ou indirectes au sein du capital de CNIM ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la CNIM, au 28 août 2014, le capital social de CNIM était réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 1.2 de la présente note d'information en réponse.

Hormis les actionnaires mentionnés à la section 1.2 de la présente note d'information en réponse, aucun actionnaire détenant plus du seuil de 5% du capital ou des droits de vote de CNIM ne s'est fait connaître auprès de CNIM, et aucune modification n'a eu lieu, depuis le 28 août 2014 dans le capital de CNIM dont cette dernière aurait eu connaissance.

5.3 Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

5.3.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

Droit de vote double

Les statuts de la Société prévoient qu'un droit de vote double est conféré à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis au moins deux ans, au nom du même actionnaire, dans les conditions prévues par la loi.

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Les statuts de la Société prévoient que toute personne physique ou morale qui viendrait à posséder un nombre d'actions représentant plus de 2,5% du capital social ou des droits de vote de la Société ou de tout multiple de 1 à 13 de cette fraction (l'obligation cesse de s'appliquer au-delà du seuil de 32,5% du capital ou des droits de vote) est tenue de le déclarer à la Société dans les quinze jours de bourse de l'inscription en compte des titres qui lui permettent de franchir ce seuil, par lettre recommandée avec accusé de réception envoyée au siège social, en l'informant du nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle possède.

Cette déclaration doit être effectuée à la hausse comme à la baisse.

Le non-respect de cette obligation est sanctionné par la privation des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la régularisation de la notification. Cette sanction ne s'applique qu'à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 2,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

Transfert d'actions

Les statuts de la Société prévoient que la cession et la transmission des actions sont libres et s'effectuent conformément aux dispositions législatives et réglementaires.

5.3.2 Accords entre actionnaires dont CNIM a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

Néant.

5.3.3 Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la CNIM (article L. 233-11 du code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de CNIM en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

5.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant.

5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Dans le cadre du plan d'épargne d'entreprise, le personnel de CNIM détenait au 28 août 2014, via le FCPE CNIM Participation, 71.901 Actions et 141.372 droits de vote de la Société, soit respectivement 2,37% du capital et 3,32% des droits de vote de la Société.

Le règlement du FCPE CNIM Participation prévoit que les droits de vote attachés aux Actions détenues par ce FCPE sont exercés par le conseil de surveillance dudit FCPE qui est par ailleurs seul compétent pour décider d'apporter ou non à l'Offre les Actions détenues par le FCPE.

5.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire et à la modification des statuts de CNIM

5.6.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire

CNIM est dirigée par un directoire qui exerce ses fonctions sous le contrôle du conseil de surveillance. Le directoire est composé de deux membres au minimum et de sept au maximum, tous personnes physiques.

Le directoire est nommé pour une durée de quatre ans par le conseil de surveillance qui désigne le président du directoire parmi les membres de ce dernier et peut également conférer le pouvoir de représentation de la Société à un ou plusieurs autres membres du directoire qui portent alors le titre de directeurs généraux.

Les fonctions du directoire prennent fin à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat.

La limite d'âge pour l'exercice des fonctions de membre du directoire est fixée à soixante-dix ans.

Lorsqu'un membre du directoire atteint cette limite d'âge, il est réputé démissionnaire.

Les membres du directoire peuvent être révoqués par l'assemblée générale ainsi que par le conseil de surveillance.

5.6.2 Règles applicables à la modification des statuts

Les statuts de la Société peuvent être modifiés dans les conditions prévues par les lois et règlements applicables aux sociétés anonymes.

5.7 Pouvoirs du directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le directoire est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la Société. Il les exerce dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux expressément attribués par la loi ou par les statuts au conseil de surveillance et aux assemblées d'actionnaires.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le directoire dispose d'autorisations et de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est le suivant :

Date de l'assemblée générale	Nature de la délégation/de l'autorisation	Durée
21 mai 2014 (onzième résolution)	Autorisation au directoire d'acheter des actions de la Société dans la limite de 10% du capital social. Nombre maximum d'actions : 302.811 actions Prix de rachat maximum : 200 € par action	18 mois à compter de l'assemblée générale du 21 mai 2014

5.8 Accords conclus par CNIM qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de CNIM

Néant.

5.9 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du directoire de CNIM et ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique

Néant.

6. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPOSE

« A ma connaissance, les données de la présente note d'information en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Nicolas Dmitrieff, Président du directoire