

Confidentiel

Fusion par absorption de Financière de Tubize S.A. par Financière d'Obourg S.A.

Rapport d'évaluation
et de détermination des rapports d'échange

DEGROOF
CORPORATE FINANCE



Avril 2005

Table des matières

	Page
1. Introduction.....	1
2. Description de l'opération projetée.....	2
2.1. Structure juridique initiale.....	2
2.2. Structure juridique après fusion par absorption de Financière de Tubize S.A. par Financière d'Obourg S.A.....	2
3. Méthodologie d'évaluation.....	3
4. Evaluation des actions Financière d'Obourg.....	4
4.1. Bilan de Financière d'Obourg au 31 décembre 2004.....	4
4.2. Estimation de l'actif net réévalué de Financière d'Obourg.....	4
5. Evaluation des actions Financière de Tubize.....	6
5.1. Bilan de Financière de Tubize au 31 décembre 2004.....	6
5.2. Estimation de l'actif net réévalué de Financière de Tubize.....	6
6. Détermination des rapports d'échange.....	8
6.1. Rapports d'échange théoriques.....	8
6.2. Rapports d'échange proposés.....	8
7. Synthèse.....	10

Annexes

Annexe 1 - Impact sur les rapports d'échange théoriques du choix de la période de référence pour le cours d'UCB

Annexe 2 - Liquidité des actions Financière d'Obourg et Financière de Tubize

1. Introduction

Degroof Corporate Finance a été mandatée par Financière d'Obourg S.A. pour accompagner Financière d'Obourg et Financière de Tubize, en tant que conseiller financier, dans la préparation et la réalisation de leur opération de fusion. Cette mission comprend notamment l'évaluation des sociétés Financière d'Obourg et Financière de Tubize afin de déterminer les rapports d'échange dans le cadre de la fusion par absorption de Financière de Tubize S.A. par Financière d'Obourg S.A.

L'analyse de Degroof Corporate Finance est basée sur les informations écrites et orales reçues de la direction de Financière d'Obourg et de Financière de Tubize. Ces informations comprennent notamment, pour chaque société à évaluer, les comptes financiers les plus récents (au 31 décembre 2004), la décomposition fiscale du capital et les statuts.

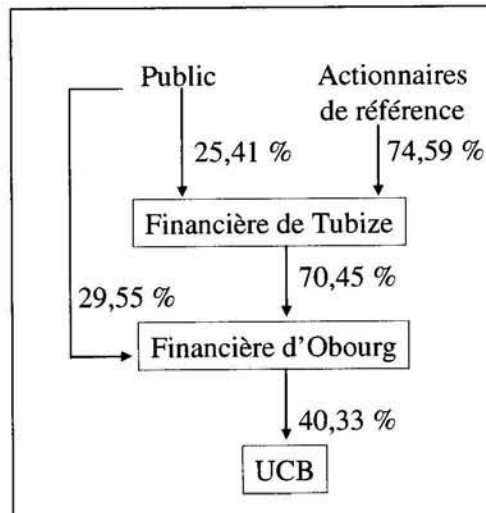
Degroof Corporate Finance n'a pas vérifié ou fait contrôler de manière indépendante les informations écrites ou orales qui lui ont été transmises et a supposé que ces informations étaient complètes et exactes.

Par ailleurs, l'évaluation est basée sur les conditions des marchés financiers en date du 21 mars 2005. Dès lors, toute modification ultérieure de ces conditions pourrait amener Degroof Corporate Finance à revoir son analyse.

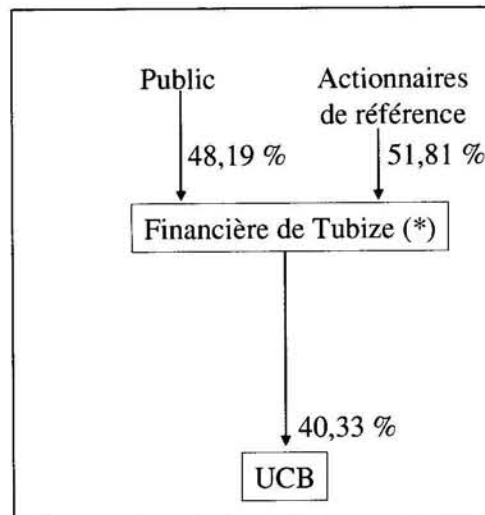
2. Description de l'opération projetée

Les organigrammes ci-après présentent de manière simplifiée la structure juridique initiale du groupe et la structure de celui-ci après fusion par absorption de Financière de Tubize S.A. par Financière d'Obourg S.A.

2.1. Structure juridique initiale



2.2. Structure juridique après fusion par absorption de Financière de Tubize S.A. par Financière d'Obourg S.A.



(*) Il est prévu que Financière d'Obourg modifie sa dénomination sociale en Financière de Tubize après l'opération de fusion.

3. Méthodologie d'évaluation

Trois approches sont généralement retenues pour évaluer une société :

- l'actualisation des dividendes ou des cash flows libres futurs,
- l'application de multiples boursiers de sociétés comparables cotées,
- l'estimation de l'actif net réévalué (valeur intrinsèque).

Dans le cas de l'évaluation de sociétés à portefeuille, la méthode de l'actif net réévalué est la plus pertinente. Degroof Corporate Finance a dès lors employé cette méthode pour évaluer Financière d'Obourg et Financière de Tubize.

La méthode de réévaluation de l'actif net consiste à passer en revue les différents postes d'actif et de passif du bilan de la société et à comparer leur valeur de marché avec leur valeur comptable, en vue de quantifier les plus- ou moins-values latentes par rapport à la valeur des fonds propres du bilan.

Pour une société à portefeuille, la réévaluation porte essentiellement sur les immobilisations financières et sur les placements de trésorerie. Les participations doivent être estimées à leur valeur de marché. Pour des participations dans des sociétés industrielles cotées, le cours de bourse est généralement retenu. Les participations dans des sociétés à portefeuille sont réévaluées sur base de leur actif net réévalué.

Afin de prendre en considération la volatilité des cours de bourse des participations et de ne pas figer l'évaluation à une date arbitraire, il est courant de retenir une moyenne des cours de bourse sur une certaine période. Pour l'évaluation de la participation de Financière d'Obourg en UCB, Degroof Corporate Finance a retenu la moyenne des cours de clôture des 20 séances boursières précédant la date de l'évaluation (calculs arrêtés au 21 mars 2005). Une analyse de sensibilité a été réalisée afin de vérifier l'impact du choix de la période de référence sur les valeurs des actions Financière d'Obourg et Financière de Tubize et sur les rapports d'échange en découlant. Elle montre qu'une moyenne sur une période de 10, 30, 40, 50 ou 60 séances boursières aurait conduit à des rapports d'échange théoriques très proches (cf. annexe 1).

4. Evaluation des actions Financière d'Obourg

4.1. Bilan synthétique de Financière d'Obourg au 31 décembre 2004

ACTIF	EUR	PASSIF	EUR
Immobilisations financières	700.215.836,39	Fonds propres	575.324.313,98
Participation en UCB	699.615.836,39		
Emprunt obligataire UCB	600.000,00		
Autres actifs	10.102.954,42	Autres passifs	134.994.476,83
Autres créances	5.217.497,12	Dettes à plus d'un an	90.133.333,67
Placements de trésorerie	4.300.000,00	Dettes à un an au plus	42.631.662,83
Valeurs disponibles	576.560,79	Comptes de régularisation	2.229.480,33
Comptes de régularisation	8.896,51		
Total	710.318.790,81	Total	710.318.790,81

4.2. Estimation de l'actif net réévalué de Financière d'Obourg

La méthode de l'actif net réévalué est appliquée sur base du bilan de Financière d'Obourg au 31 décembre 2004.

L'actif principal de Financière d'Obourg est sa participation en UCB, qui est évaluée sur base de la moyenne des cours de clôture des 20 dernières séances boursières sur Euronext Brussels. A la date du 21 mars 2005, cette moyenne des cours d'UCB s'élève à EUR 37,56.

Les fonds propres sont affectés de latences fiscales, qui doivent être prises en compte dans le calcul de valeur intrinsèque. En effet, un impôt sur les réserves immunisées est exigible à un terme non déterminé, mais en tout cas dès lors que les montants en question sont restitués aux actionnaires, que ce soit sous forme de dividende ou dans le cas d'une liquidation. Les réserves immunisées de Financière d'Obourg s'élèvent à EUR 36.774,83. Sur base d'un taux d'imposition de 33,99%, le montant des impôts latents est estimé à EUR 12.499,76 (= EUR 36.774,83 x 33,99%).

Les autres postes du bilan de Financière d'Obourg ne donnent pas lieu à une réévaluation.

A la date du 21 mars 2005, l'actif net réévalué de Financière d'Obourg s'élève à EUR 2.087 millions, soit EUR 91,73 par action.

EUR	Valeur comptable au 31/12/2004	Valeur estimée au 21/03/2005	Plus-value latente au 21/03/2005
Participation en UCB	699.615.836,39	2.210.958.180,00	1.511.342.343,61
Autres actifs et passifs	-124.291.522,41	-124.291.522,41	0,00
Latences fiscales		-12.499,76	-12.499,76
Actif net	575.324.313,98	2.086.654.157,83	1.511.329.843,85
Nombre d'actions	22.747.400		
Actif net réévalué par action		91,73	

5. Evaluation des actions Financière de Tubize

5.1. Bilan synthétique de Financière de Tubize au 31 décembre 2004

ACTIF	EUR	PASSIF	EUR
Immobilisations financières	436.861.118,36	Fonds propres	421.761.243,13
Financière d'Obourg	436.861.118,36		
Actions propres	11.249.542,95		
Actions propres A	9.962.130,00		
Actions propres B	1.287.412,95		
Autres actifs	889.743,68	Autres passifs	27.239.161,86
Autres créances	691,02	Dettes à plus d'un an	13.246.816,54
Valeurs disponibles	889.052,66	Dettes à un an au plus	13.553.817,05
		Comptes de régularisation	438.528,27
Total	449.000.404,99	Total	449.000.404,99

5.2. Estimation de l'actif net réévalué de Financière de Tubize

La méthode de l'actif net réévalué est appliquée sur base du bilan de Financière de Tubize au 31 décembre 2004.

L'actif principal de Financière de Tubize est sa participation en Financière d'Obourg, qui est évaluée sur base de son actif net réévalué (EUR 91,73 par action).

Les actions propres sont évaluées sur base de l'actif net réévalué de Financière de Tubize, ce qui revient à les traiter comme si elles étaient annulées.

Les latences fiscales sur les réserves immunisées sont prises en compte dans la réévaluation de l'actif net. Les réserves immunisées de Financière de Tubize s'élèvent à EUR 38.979.528,06. Sur base d'un taux d'imposition de 33,99%, le montant des impôts latents est estimé à EUR 13.249.141,59 (= EUR 38.979.528,06 x 33,99%).

Les autres postes du bilan de Financière de Tubize ne donnent pas lieu à une réévaluation.

A la date du 21 mars 2005, l'actif net réévalué de Financière de Tubize s'élève à EUR 1.450 millions.

Le capital de Financière de Tubize est représenté par deux catégories d'actions (séries A et B). Compte tenu de ses droits statutaires à la répartition en cas de liquidation, Degroof Corporate Finance a considéré que l'action Financière de Tubize B vaut un dixième de l'action Financière de Tubize A.

L'actif net réévalué s'élève dès lors à EUR 209,10 par action Financière de Tubize A et à EUR 20,91 par action Financière de Tubize B.

EUR	Valeur comptable au 31/12/2004	Valeur estimée au 21/03/2005	Plus-value latente au 21/03/2005
Participation en Financière d'Obourg	436.861.118,36	1.469.998.016,44	1.033.136.898,08
Actions propres A	9.962.130,00	17.462.625,18	7.500.495,18
Actions propres B	1.287.412,95	2.341.871,54	1.054.458,59
Autres actifs et passifs	-26.349.418,18	-26.349.418,18	0,00
Latences fiscales		-13.249.141,59	-13.249.141,59
Actif net	421.761.243,13	1.450.203.953,39	1.028.442.710,26
Nombre d'actions A	5.926.200		
Nombre d'actions B	10.094.000		
Actif net réévalué par action A		209,10	
Actif net réévalué par action B		20,91	

6. Détermination des rapports d'échange

6.1. Rapports d'échange théoriques

Pour déterminer les rapports d'échange entre les actions Financière d'Obourg et Financière de Tubize, Degroof Corporate Finance s'est fondée sur les valeurs d'actif net réévalué par action.

Les actions Financière d'Obourg et Financière de Tubize étant cotées sur Euronext Brussels, le critère du cours de bourse aurait également pu être envisagé. Ce critère n'a cependant pas été retenu en raison de la faible liquidité des actions. En effet, les volumes de transaction sont restreints, ce qui ne permet pas de considérer les cours de bourse comme représentatifs (cf. annexe 2).

Sur base des actifs nets réévalués par action au 21 mars 2005, les rapports d'échange théoriques s'établissent aux niveaux suivants :

- 2,2794 actions Financière d'Obourg pour 1 action Financière de Tubize A,
- 0,2279 action Financière d'Obourg pour 1 action Financière de Tubize B.

6.2. Rapports d'échange proposés

Afin d'éviter le paiement d'une soulte en espèces, qui ne pourrait de toute manière pas dépasser un dixième du pair comptable de l'action Financière d'Obourg (en l'occurrence, EUR 0,29)¹ ainsi que l'existence de rompus d'actions Financière de Tubize, dont la subsistance est souvent longue et la négociabilité de plus en plus difficile au fil du temps, il est proposé aux actionnaires :

- d'approuver, préalablement à la fusion, une division des actions Financière d'Obourg par 18 et une division des actions Financière de Tubize, séries A et B, par 41,
- de fixer les rapports d'échange des actions après division à 1 action Financière d'Obourg pour 1 action Financière de Tubize A et 1 action Financière d'Obourg pour 10 actions Financière de Tubize B, sans soulte en espèces.

¹ Cf. article 688 du Code des Sociétés

Ces rapports d'échange correspondent aux rapports d'échange théoriques découlant des valeurs d'actif net réévalué au 21 mars 2005 et ne nécessitent pas le paiement d'une soulte en espèces. En effet, après division des actions,

- l'actif net réévalué par action Financière d'Obourg s'élève à EUR 5,096 (= EUR 91,73 / 18),
- l'actif net réévalué par action Financière de Tubize A s'élève à EUR 5,100 (= EUR 209,10 / 41),
- l'actif net réévalué par action Financière de Tubize B s'élève à EUR 0,510 (= EUR 20,91 / 41).



7. Synthèse

Degroof Corporate Finance a estimé la valeur des actions Financière d'Obourg et Financière de Tubize par la méthode de la réévaluation de l'actif net.

Sur base de leur actif net réévalué au 21 mars 2005, les actions Financière d'Obourg, Financière de Tubize A et Financière de Tubize B valent respectivement EUR 91,73, EUR 209,10 et EUR 20,91.

A ces valeurs d'actif net réévalué, correspondent des rapports d'échange théoriques de 2,2794 actions Financière d'Obourg pour 1 action Financière de Tubize A et 0,2279 action Financière d'Obourg pour 1 action Financière de Tubize B.

Sur cette base, il est fondé de proposer aux actionnaires :

- d'approuver, préalablement à la fusion, une division des actions Financière d'Obourg par 18 et une division des actions Financière de Tubize, séries A et B, par 41,
- de fixer les rapports d'échange des actions après division à 1 action Financière d'Obourg pour 1 action Financière de Tubize A et 1 action Financière d'Obourg pour 10 actions Financière de Tubize B, sans soulte en espèces.

Après la fusion, il sera proposé aux actionnaires d'approuver le regroupement des actions par 9, afin d'éviter que les actions aient une faible valeur unitaire.

Annexe 1

**Impact sur les rapports d'échange théoriques
du choix de la période de référence pour le cours d'UCB**

Le tableau ci-après détaille les valeurs d'actif net réévalué et les rapports d'échange théoriques qui auraient été obtenus si la période de référence pour la moyenne des cours de bourse d'UCB avait été fixée à 10, 30, 40, 50 ou 60 séances boursières.

Période jusqu'au 21/03/2005	Cours UCB	Valeur intrinsèque			Rapport d'échange	
		Obourg	Tubize A	Tubize B	Tubize A	Tubize B
Moyenne sur 10 séances	37,32	91,11	207,65	20,76	2,2790	0,2279
Moyenne sur 20 séances	37,56	91,73	209,10	20,91	2,2794	0,2279
Moyenne sur 30 séances	37,46	91,48	208,50	20,85	2,2793	0,2279
Moyenne sur 40 séances	37,56	91,73	209,08	20,91	2,2794	0,2279
Moyenne sur 50 séances	37,28	90,99	207,37	20,74	2,2789	0,2279
Moyenne sur 60 séances	37,32	91,10	207,61	20,76	2,2790	0,2279

Annexe 2

Liquidité des actions Financière d'Obourg et Financière de Tubize

La liquidité d'actions de sociétés cotées s'apprécie par le critère de la « vélocité ». Selon la définition utilisée par Euronext, la vélocité se calcule comme le rapport entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres existants, en prenant en considération les données des douze derniers mois, dont sont exclus le chiffre le plus haut et le chiffre le plus bas, puis en annualisant.

Le tableau ci-après présente la vélocité annuelle observée sur le marché d'Euronext Brussels pour les actions Financière d'Obourg, Financière de Tubize A et Financière de Tubize B et la compare à la vélocité d'actions liquides, telles que UCB et les titres inclus dans l'indice Bel 20. Ces observations montrent qu'en 2004, la vélocité des actions Financière d'Obourg, Financière de Tubize A et Financière de Tubize B a été de 17 à 20 fois moindre que celle des titres inclus dans l'indice Bel 20.

Vélocité annuelle observée sur le marché d'Euronext Brussels

	2002	2003	2004
Financière d'Obourg	5,80%	3,54%	2,68%
Financière de Tubize A	2,03%	1,82%	2,76%
Financière de Tubize B	1,91%	1,75%	2,33%
UCB	43,17%	36,66%	47,65%
Bel 20	30,90%	39,49%	46,20%
Marché continu	10,90%	14,84%	20,78%
Ensemble du marché belge	10,78%	13,42%	18,30%