BM&A

AREVA

33, RUE LAFAYETTE
75009 PARIS

ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE SIMPLIFIEE VISANT LES CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT DE LA SOCIETE AREVA

25 MARS 2011

SOMMAIRE

1. CONTEXTE DE L'OPERATION 3/4

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT 5/7

2.1. Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés 5
2.2. Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois 5
2.3. Déclaration d'indépendance 6
2.4. Rémunération de l'expert indépendant 6
2.5. Diligences effectuées par l'expert indépendant 6/7

3. TRAVAUX D'APPRECIATION DE LA PARITE OFFERTE 8/13

3.1. Références aux décotes extériorisées par des opérations publiques 9/10

3.1.1. Décotes extériorisées par des offres publiques d'échange 9
3.1.2. Décotes extériorisées par d'autres opérations publiques 10

3.2. Décotes extériorisées par les historiques de cours 11

3.2.1. Décotes extériorisées par les historiques de cours précédant des opérations d'échange 11
3.2.2. Décotes extériorisées par les historiques de cours précédant les autres opérations publiques 11

3.3. Décote observée lors de l'émission des ADPCI 12

3.4. Décote extériorisée par la cotation des AO et CI de la société Robertet 12/13

4. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE EVALUATRICE 14

5. CONCLUSION 15

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Le Commissariat à l'Energie Atomique et aux Energies Alternatives (le CEA ou l'Initiateur) envisage d'initier une Offre Publique d'Echange Simplifiée (l'Opération ou l'OPES) offrant aux porteurs de Certificats d'Investissement (CI) de la société Areva (Areva ou la Société) qu'il contrôle directement, d'échanger les CI qu'ils détiennent contre des Actions Ordinaires (AO) d'Areva détenues par le CEA, avec une parité d'échange de une (1) AO contre un (1) CI.

Les AO d'Areva ne sont pas cotées. Seuls les CI et les Actions de Préférence Sans Droit de Vote (ADPCI) sont admis aux négociations sur le marché réglementé de Nyse Euronext à Paris, respectivement sous les codes FR0004275832 – CEI au compartiment B et FR0010986190 – CEIAP.

Selon l'Initiateur, cette Opération, qui vise la totalité des CI d'Areva en circulation, simplifiera la structure du capital d'Areva en permettant la reconstitution en AO par la réunion entre les mains du CEA des CI apportés à l'Offre et des certificats de droits de vote (CDV) détenus par le CEA. Cette opération n'aura aucun effet dilutif ni relutif pour les actionnaires de la Société. Le tableau ci-dessous présente la situation actionnariale avant et après l'Offre, dans l'hypothèse d'un taux de réussite de 100 % :

Actionnariat	Avant opération						Après opération (dans l'hypothèse d'un échange de 100 % des CI)					
	AO	CI	ADPSDV	CDV	% de capital	% de DV	AO	CI	ADPSDV	CDV	% de capital	% de DV
• CEA	279 852 020			14 291 080	73,03%	76,98%	279 852 020				73,03%	73,24%
• KIA	18 461 538				4,82%	4,83%	18 461 538				4,82%	4,83%
• Etat Français	38 984 599				10,17%	10,20%	38 984 599				10,17%	10,20%
• CDC	12 712 910				3,32%	3,33%	12 712 910				3,32%	3,33%
• EDF	8 571 120				2,24%	2,24%	8 571 120				2,24%	2,24%
• Framépargne (salariés)	1 399 910				0,37%	0,37%	1 399 910				0,37%	0,37%
• Crédit Agricole CIB	3 398 240				0,89%	0,89%	3 398 240				0,89%	0,89%
• Total	3 640 200				0,95%	0,95%	3 640 200				0,95%	0,95%
• Public		14 291 080	1 085 535		4,01%	0,00%	14 291 080		1 085 535		4,01%	3,74%
• Actions autodétenues	807 600				0,21%	0,21%	807 600				0,21%	0,21%
• Membres du CS	100				0,00%	0,00%	100				0,00%	0,00%
Total	367 828 237	14 291 080	1 085 535	14 291 080	100,00%	100,00%	382 119 317	0	1 085 535	0	100,00%	100,00%

Par ailleurs, cette Offre permettra aux actionnaires d'accéder au marché de l'AO, potentiellement plus liquide dans la mesure où, lors de l'augmentation de capital d'Areva du 28 décembre 2010 réservée à Kuwait Investment Authority (KIA) et à l'Etat Français, le CEA et l'Etat Français se sont engagés à faire leurs meilleurs efforts pour que les AO d'Areva soient admises aux négociations sur le marché réglementé de Nyse Euronext Paris au cours du premier semestre 2011.

Dans l'hypothèse où le CEA viendrait à détenir au moins 95 % du capital ou des droits de vote, l'Initiateur n'envisage pas de procéder au retrait obligatoire des CI. Néanmoins, Areva envisage de proposer une reconstitution forcée des CI en AO par cession à titre gratuit des CDV aux porteurs de CI à l'assemblée générale des actionnaires, conformément aux dispositions de l'article L.228-31 du Code de commerce, si à l'issue de l'Offre les CI représentent au plus 1 % du capital social d'Areva, et sous réserve de l'admission aux négociations sur le compartiment A de Nyse Euronext Paris des AO d'Areva. Dans cette hypothèse et en application de l'article 14 des statuts d'Areva, les ADPCI recouvreront de plein droit le droit de vote et seront converties en AO.

C'est dans ce contexte et, en application des dispositions de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF, que le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (ci-après « BM&A ») a été mandaté le 3 mars 2011 par le Conseil de surveillance de la Société en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, de la parité d'échange proposée.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1. Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Bellot Mullenbach & Associés est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte 75 collaborateurs, dont 15 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million d'euros ; son siège social est situé 11, rue de Laborde à Paris 8ème.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et traitement des difficultés des entreprises, transaction services, et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com, qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2010 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

2.2. Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
mai-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Intercali	Financière LR	Oddo Corporate Finance
juin-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Cofidur	EMS Finance	Crédit du Nord
juin-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Huis Clos	BG2P	Banque Palatine
sept-09	Rachat des CCI (1)	CRCAM Aquitaine	CRCAM Aquitaine	Oddo Corporate Finance
sept-09	Rachat des CCI (1)	CRCAM Centre Loire	CRCAM Centre Loire	Oddo Corporate Finance
nov-09	Augmentation de capital avec suppression du DPS	Risc Group	STS Group	HSBC
févr-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Compagnie Intern. André Trigano	Etoile Holding 2	BNP Paribas
juin-10	Augmentation de capital et OPA (actions, OCEANE)	Solving Efeso International	Partners in Action	Bryan Garnier
sept-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	LVL Médical Groupe	LVL Médical Groupe	Oddo Corporate Finance

(1) Opération non soumise aux dispositions du règlement général de l'AMF

2.3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la société Areva, de ses conseils et de ses actionnaires, dans une des situations de conflits d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006.

Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de nous avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission. Il est néanmoins précisé que BM&A est intervenu au sein d'Areva en qualité d'expert indépendant dans le cadre des dispositions de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relatives aux modalités des privatisations et a réalisé des prestations d'expertise et de conseil dans le domaine de la consolidation non significatives au regard des honoraires annuels facturés par le cabinet.

2.4. Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 45 000 €, hors taxes et débours.

2.5. Diligences effectuées par l'expert indépendant

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Pascal de Rocquigny, associés signataires. La revue indépendante a été effectuée par Thierry Bellot qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Compte tenu de la nature de l'Offre et en accord avec l'AMF, nous n'avons pas procédé à l'évaluation de la société Areva. Dans la mesure où l'Opération consiste à échanger une AO, c'est-à-dire un droit pécuniaire et un droit politique, contre un CI, c'est-à-dire un droit pécuniaire, nos diligences ont donc principalement consisté à analyser la parité entre AO et CI :

- observée dans le cas d'opérations publiques de même nature ou extériorisée par des offres publiques d'achat ou de retrait ;
- observée entre les historiques de cours des AO et des CI préalablement à ces opérations ;
- observée lors de l'augmentation de capital d'Areva réservée à KIA et à l'Etat Français ;
- observée sur les historiques de cours de la dernière société présentant des AO et des CI cotés.

Notre intervention s'est déroulée du 4 mars au 25 mars 2011, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif. Nous précisons que nous avions été initialement consultés pour la réalisation de cette Opération au cours des mois d'avril et mai 2010 avant qu'il ne soit décidé de la reporter postérieurement à l'opération d'augmentation de capital réservée à KIA et à l'Etat Français réalisée le 28 décembre 2010.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec :

- s'agissant d'Areva :

  - Monsieur Grégoire Bourgue, direction de la stratégie ;
  - Madame Claire Terrazas, direction juridique ;
  - Madame Marie de Scorbiac, direction de la communication financière ;

- s'agissant de la banque présentatrice, Société Générale Corporate & Investment Banking (SGCIB ou la Banque) :

  - Monsieur Nicolas Sanson, associate au département Fusions & Acquisitions ;
  - Monsieur Alexandre Courbon, director au département Fusions & Acquisitions.

Nos travaux ont été réalisés sur la base d'entretiens et de documents communiqués principalement par la Société et ses conseils, et notamment :

- le projet d'Offre publique d'échange simplifiée ;
- le projet de rapport d'appréciation de la parité de l'Offre réalisé par SGCIB ;
- la note d'opération visée par l'AMF le 27 décembre 2010 relative à l'émission et l'admission aux négociations sur le marché réglementé de Nyse Euronext à Paris d'Actions de Préférence Sans Droit de Vote ;
- les notes d'information des opérations visées par l'AMF ou la COB retenues comme référence pour nos travaux ;
- les historiques de cours des titres, AO et CI, des sociétés retenues comme références.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables, au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

Nous avons obtenu la confirmation de la part d'Areva qu'à la date de l'émission de notre rapport aucune information ou évènement susceptible d'invalider une information nécessaire à notre expertise ne devait être porté à notre connaissance

Enfin, notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur l'environnement juridique actuel.

3. TRAVAUX D'APPRECIATION DE LA PARITE OFFERTE

Comme indiqué précédemment, nous n'avons pas procédé à une évaluation séparée, intrinsèque ou analogique, des deux instruments de capital, objets de l'échange. En effet, un CI représentant un titre de capital dépourvu de droit de vote mais conférant le même droit pécuniaire qu'une AO, réaliser une évaluation d'un CI serait revenu à déterminer la valeur de l'AO et celle du DV. Hors, il n'existe pas de méthode directe pour évaluer un DV dans la mesure où ce dernier dépend des conditions de gouvernance particulières à chaque société. Il n'a donc pas été réalisé d'évaluation directe de la Société de laquelle aurait été déduite la parité entre entre AO et CI d'Areva : dans la mesure où l'AO n'est pas cotée, il n'est pas possible de procéder à une approche de la parité en retenant des critères équivalents pour les deux instruments financiers. Compte tenu de la parité offerte de une (1) AO pour un (1) CI, il ne nous a enfin pas semblé pertinent de mesurer la parité extériorisée par la comparaison entre le cours du CI et la valeur de l'AO calculée annuellement dans le cadre des travaux de valorisation des parts du FCPE d'actionnariat salarié Framépargne, par ailleurs non disponible pour l'exercice 2010.

La méthodologie utilisée a donc principalement consisté à apprécier la parité offerte par la présente opération en la comparant à celles observées lors d'opérations de marché similaires ou approchantes, et à celles extériorisées par le marché entre les cours d'AO et de CI pour ces mêmes opérations. Les opérations portant sur des titres offrant des droits pécuniaires différents de ceux de l'AO, tels que les actions à dividende prioritaire, n'ont pas été retenues.

L'ensemble de ces travaux ont été réalisés sur la base des notes d'information visées par l'AMF ou la COB. En raison de la disparition progressive des CI, due à l'interdiction faite par l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 d'émettre tout titre hormis des actions de préférence aux côtés des AO et à la volonté des sociétés qui en avaient émis de les faire disparaître afin de simplifier la structure de leur capital, les opérations retenues sont par conséquent anciennes.

Nous avons également retenu la référence à la décote extériorisée dans le cadre de l'émission des ADPCI par Areva en janvier 2011.

Enfin, à titre subsidiaire, nous avons analysé la décote observée entre l'AO et le CI de la société Robertet, seule entreprise à notre connaissance à maintenir la cotation de ces deux instruments de capital.

3.1. Références aux décotes extériorisées par des opérations publiques

3.1.1. Décotes extériorisées par des offres publiques d'échange

Selon les notes d'information visées par la COB entre 1993 et 2002, les décotes extériorisées par des offres publiques d'échange portant sur des CI cotés ont été les suivantes :

Date de l'opération	Nature de l'opération	Société cible concernée	Termes de l'offre	Parité CI/AO ou CI+CDV/AO	Décote/ (prime)
juin-93	OPES	L'Oréal	4 AO L'Oréal contre 5 CI L'Oréal	0,80	20,0%
			2 AO L'Oréal contre 5 CDV L'Oréal	0,40	60,0%
		Après reconstitution	6 AO contre 5 CI+5 CDV	1,20	(20,0)%
juin-95	OPES	Eridania Beghin-Say	1 AO Eridania contre 1 CI Eridania	1,00	0,0%
			1 AO Eridania contre 16 CDV Eridania	0,06	93,8%
		Après reconstitution	17 AO contre 16 CI et 16 CDV	1,06	(6,3)%
sept.-99	OPE	Carrefour Promodes	1 AO Promodes contre 6 AO Carrefour		
			1 CI Promodes contre 5 AO Carrefour (1)	0,83	16,7%
			1 CDV Promodes contre 1 AO Carrefour (1)	0,17	83,3%
		Après reconstitution	1 AO Promodes contre 1AO et 1 CDV Promodes (1)	1,00	0,0%
déc.-02	OPES	Société du Louvre	22 AO Société du Louvre contre 25 CI Société du Louvre	0,88	12,0%
(1) Avec l'équivalence 1AO Carrefour est égale à 1/6 AO Promodes					

La décote observée sur les seuls CI est comprise dans une fourchette de 0 à 20,0 %, soit une décote moyenne de 12 %, cohérente avec celle de l'opération la plus récente de décembre 2002 concernant la Société du Louvre.

A titre d'information, nous avons également présenté la décote (ou la prime) extériorisée par l'échange de l'AO contre un titre remembré à partir du CI et du CDV. Dans cette hypothèse, la plupart des opérations présentent une prime ou une décote nulle. Cependant, il convient de noter que la prime proposée pour l'ensemble décroit avec le temps et peut s'expliquer par la diminution progressive de la liquidité des CI et des CDV et de la réduction de leur poids dans la structure de capital des sociétés :

- les CI représentaient 5,44 % du capital de l'Oréal en 1993 ;
- les CI représentaient 1,30 % du capital d'Eridania en 1995 ;
- les CI représentaient 1,43 % du capital de Promodes en 1999 ;
- les CI représentaient 0,9 % du capital de la Société du Louvre en 2002.

3.1.2. Décotes extériorisées par d'autres opérations publiques

Selon les notes d'information visées par la COB et par l'AMF entre 1997 et 2005, les décotes extériorisées par d'autres opérations publiques portant sur des CI cotés ont été les suivantes :

Date de l'opération	Nature de l'opération	Société cible concernée	Termes de l'offre	Parité CI/AO ou CI+CDV/AO	Décote/ (prime)
mai-01	Scission	Eridania Beghin-Say	19 AO Eridania contre 20 CI Eridania	0,95	5,0%
			1 AO Eridania contre 20 CDV Eridania	0,05	95,0%
		Après reconstitution	20 AO contre 20 CI et 20 CDV	1,00	0,0%
avr.-97	OPR-RO	Piper-Heidsieck	1 AO Piper-Heidsieck au prix 1384 FRF		
			1 CI Piper-Heidsieck au prix 1334 FRF	0,96	3,6%
			1 CDV Piper-Heidsieck au prix 50 FRF	0,04	96,4%
		Après reconstitution	1 AO contre 1 CI et 1 CDV	1,00	0,0%
oct.-05	OPAS suivi	Société du Louvre	1 AO Société du Louvre au prix 147,06 €		
	d'une OPR-RO		1 CI Piper-Heidsieck au prix 129,41 €	0,88	12,0%
			1 CDV Piper-Heidsieck au prix 17,65 €	0,12	88,0%
		Après reconstitution	1 AO Promodes contre 1AO et 1 CDV Promodes	1,00	0,0%
nov.-05	Garantie de cours	Taittinger	1 AO Taittinger au prix 336,24 €		
	suivie d'une		1 CI Taittinger au prix 295,89 €	0,88	12,0%
	OPR-RO		1 CDV Taittinger au prix 40,35 €	0,12	88,0%
		Après reconstitution	1 AO Promodes contre 1AO et 1 CDV Promodes	1,00	0,0%

La décote observée sur les seuls CI est comprise dans une fourchette de 3,6 % à 12,0 %, soit une décote moyenne de 8 %. Cet échantillon d'opérations est moins pertinent que le précédent dans la mesure où il ne s'agit pas d'échanges mais d'offres en numéraire. Cependant, ces opérations extériorisent un rapport CI/AO que nous retenons à titre secondaire.

3.2. Décotes extériorisées par les historiques de cours

3.2.1. Décotes extériorisées par les historiques de cours précédant des opérations d'échange

Selon les notes d'information visées par la COB entre 1993 et 2002, les décotes extériorisées par les historiques de cours précédant des opérations d'échange ont été les suivantes :

Date de référence	Société cible	Dernier cours de bourse		1 mois		3 mois		6 mois		1 an	
		CI/AO	(CI+CDV)/AO	CI/AO	(CI+CDV)/AO	CI/AO	(CI+CDV)/AO	CI/AO	(CI+CDV)/AO	CI/AO	(CI+CDV)/AO
mai-93	L'Oréal	37,4%	(1,5)%	37,9%	1,0%	41,6%	0,5%	(4)	(4)	(4)	(4)
févr.-95	Eridania Beghin-Say	9,0%	0,8%	9,7%	2,2%	8,9%	1,5%	8,5%	0,7%	11,2%	0,6%
août-99	Carrefour Promodes	40,4%	(3)	37,3%	(3)	37,2%	(3)	37,5%	(3)	36,4%	(3)
juin-02	Société du Louvre (1)	(5)	(3)	21,6%	(3)	24,1%	(3)	25,5%	(3)	22,2%	(3)
nov.-02	Société du Louvre (2)	(5)	(3)	17,5%	(3)	13,7%	(3)	14,0%	(3)	16,1%	(3)

(1) Jour précédant la signature du pacte d'actionnaires
(2) Dernier jour de bourse précédant le dépôt de l'Offre
(3) CDV non coté
(4) Information non disponible
(5) Pas de cotation

La décote observée avec les historiques de cours ressort ainsi pour ces deux opérations entre 8,5 % et 41,6 %. Nous considérons que la prime (1,5 %) calculée sur le dernier cours de bourse des CI et CDV remembrés par L'Oréal en mai 1993 n'est pas significative.

3.2.2. Décotes extériorisées par les historiques de cours précédant les autres opérations publiques

Selon les notes d'information visées par l'AMF en 2005, les décotes extériorisées par les historiques de cours précédant les autres opérations publiques ont été les suivantes pour les opérations dont l'information est disponible :

Date de référence	Société cible	Dernier cours de bourse	1 mois	3 mois	6 mois	1 an
juin-05	Société du Louvre (1)	(11,7)%	7,0%	12,2%	13,3%	9,6%
juin-05	Taittinger (1)	16,7%	18,8%	11,9%	10,7%	13,4%

(1) Dernier cours coté avant rumeur, le 22 juin 2005

La décote observée avec les historiques de cours ressort ainsi pour ces deux opérations entre 7,0 % et 18,8 %. Nous considérons qu'au regard des décotes observées sur les historique de cours à 1 mois, 3 mois, 6 mois et un an, la prime (11,7 %) calculée sur le dernier cours de bourse des CI de Société du Louvre en mai 1993 n'est pas représentative.

3.3. Décote observée lors de l'émission des ADPCI

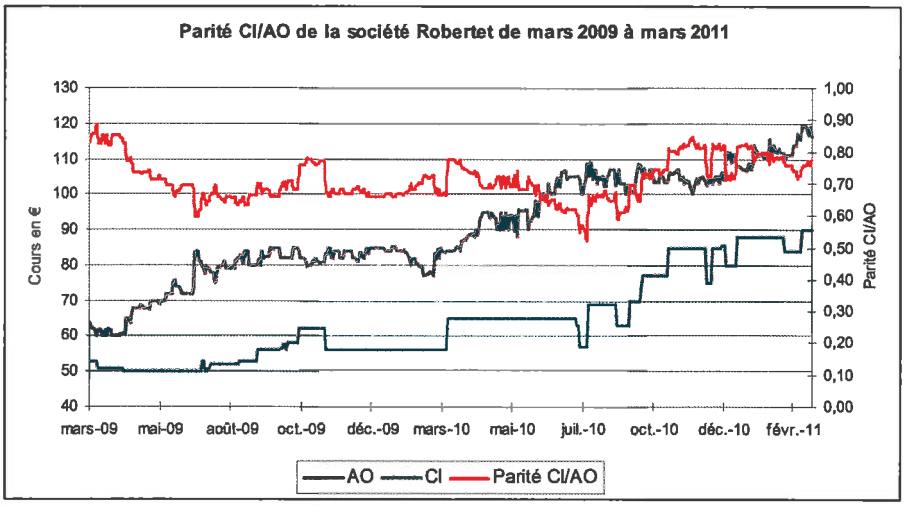
Lors de l'émission en janvier 2011 des ADPCI, souscrite à plus de 90 %, le prix de souscription de ces titres dépourvus de droit de vote mais conférant les mêmes droits pécuniaires que l'AO présentait une décote de l'ordre de 1 % par rapport au prix des AO émises dans le cadre de l'augmentation de capital réservée à KIA et à l'Etat Français en décembre 2010. Selon la note d'opération visée par l'AMF en date du 27 décembre 2010, *« cette décote correspond à la valeur attribuée au droit de vote dont les Actions de Préférence sont dépourvues et a été fixée par l'Etat actionnaire sur la base des références de marché et après discussion avec la Commission des Participations et des Transferts »*.

3.4. Décote extériorisée par la cotation des AO et CI de la société Robertet

A notre connaissance, Robertet est la seule société dont l'AO (FR0000039091 – RBT) et le CI (FR0000045601 – CBE) sont encore cotés simultanément, le CI d'Areva étant seul coté.

La décote observable sur ces certificats s'établit, selon l'horizon de moyennes retenu, entre 22,6 % et 28,7 %.

Période	AO	CI	Parité AO/CI	Décote
Moyenne 1 mois	115,07	86,47	0,75	24,9%
Moyenne 3 mois	111,72	86,45	0,77	22,6%
Moyenne 6 mois	108,08	83,51	0,77	22,7%
Moyenne 12 mois	102,70	74,30	0,72	27,7%
Moyenne 24 mois	90,27	64,36	0,71	28,7%



A titre d'information, la société Robertet, spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de produits aromatiques, a réalisé un chiffre d'affaires 362,3 millions d'euros en 2010. Sa capitalisation boursière au 22 mars 2011 est de l'ordre de 242 M€.

Les CI de Robertet marquent une décote de l'ordre de 25 % par rapport aux actions ordinaires.

Toutefois, ils ne rentrent dans notre analyse qu'à titre subsidiaire du fait de leur faible liquidité et de la taille de l'entreprise, cotée au compartiment B de Nyse Euronext Paris.

4. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE EVALUATRICE

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par SGCIB en sa qualité de banque présentatrice de l'Offre.

La Banque a retenu la même méthodologie que celle que nous avons nous-même développée, consistant à apprécier la parité offerte par la présente opération comparée à celles observées lors d'opérations de marché similaires ou approchantes, et à celles extériorisées par le marché entre les cours d'AO et de CI pour ces mêmes opérations, sans réaliser une évaluation séparée, intrinsèque ou analogique, des deux instruments de capital, objets de l'échange.

Il n'y a pas de différence significative entre l'échantillon retenu par la Banque et celui que nous avons nous-mêmes retenu, s'agissant de l'examen de la décote observée sur des CI cotés par rapport à des AO cotées, à l'exception des CI d'Elf Aquitaine et d'Havas. La Banque, à l'instar de notre analyse, n'a retenu la décote observée entre l'AO et le CI de la société Robertet qu'à titre subsidiaire

De même, il n'y a pas de différence significative entre les opérations publiques d'échange entre des CI et des AO répertoriées par la Banque et celles que nous avons nous-même répertoriées. Nous avons toutefois complété l'analyse par un examen des opérations similaires ou approchantes, scission, OPAS ou OPR-RO, ce que la Banque n'a jugé utile de faire que pour l'opération de scission du groupe Eridania Béghin-Say en 2001.

Nous observons, point qui n'est pas repris dans les travaux de la Banque, que le remembrement des CI et des CDV lors d'opérations d'échange ou assimilées a pu, dans certains cas anciens, donner lieu à la constatation d'une prime, sans que cette observation n'ait d'incidence sur l'appréciation finale de l'équité de la parité offerte aux porteurs de CI d'Areva.

En synthèse, les conclusions de la Banque ne diffèrent pas de manière significative de nos propres observations.

5. CONCLUSION

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche visant à apprécier la parité offerte par la présente opération d'échange, à savoir 1 action ordinaire d'Areva contre 1 certificat d'investissement d'Areva, par comparaison avec celles extériorisées par le marché entre les cours des actions ordinaires et des certificats d'investissement cotés ou l'ayant été, observées lors d'opérations de marché ou d'opérations similaires ou approchantes, sans réaliser une évaluation séparée, intrinsèque ou analogique, des deux instruments de capital.

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de décotes observées dans la cotation des certificats d'investissement par rapport aux actions ordinaires, lors d'opérations publiques ayant conduit à les convertir en actions ordinaires et lors de l'émission des APDCI – Actions de préférence sans droit de vote d'Areva en janvier 2011 :

Synthèse des décotes	Décote minimale	Décote maximale	Décote moyenne
Décotes extériorisées par les historiques de cours			
. Décotes extériorisées par les historiques de cours précédant des opérations d'échange	8,5%	41,6%	23,4%
. Décotes extériorisées par les historiques de cours précédant les autres opérations publiques	7,0%	18,8%	12,1%
Décote extériorisée par la cotation des AO et CI de la société Robertet	22,6%	28,7%	25,3%
Décotes extériorisées par des opérations publiques			
. Décotes extériorisées par des offres publiques d'échange	0,0%	20,0%	12,2%
. Décotes extériorisées par d'autres opérations publiques	3,6%	12,0%	8,2%
Décote observée lors de l'émission des ADPCI			1,0%

Ainsi y a-t-il lieu d'observer que les certificats d'investissement, que ce soit lors de leur cotation ou lors d'opérations visant ou occasionnant leur conversion en actions ordinaires, ont quasiment toujours marqué une décote significative par rapport au cours de bourse des actions ordinaires cotées.

Il y a enfin lieu de relever que le décret n° 83-1116 du 21 décembre 1983 dispose que le CEA, qui détient au jour du présent rapport 73,03 % du capital et 76,98 % des droits de vote d'Areva aux côtés de l'Etat français, actionnaire à 10,17 %, détenant 10,27 % des droits de vote, devra conserver plus de la moitié du capital d'Areva. Ainsi, sauf changement législatif ou réglementaire, et aussi longtemps que le CEA conservera le contrôle d'Areva, la valeur des droits de vote restera nécessairement très faible.

En conséquence, sur la base des éléments développés ci-avant, notre opinion est que la parité d'échange de une (1) action ordinaire contre un (1) certificat d'investissement d'Areva, proposé dans la présente Offre, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Fait à Paris, le 25 mars 2011

Bellot Mullenbach & Associés

Pierre Béal

Pascal de Rocquigny

Associés

BMA

BELLOT MULLENBACH & ASSOCIÉS

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
11, rue de Laborde - 75008 Paris
Tél 33 (0) 1 40 08 99 50 - Fax 33 (0) 1 40 08 99 99
bma@bma-paris.com - www.bma-paris.com
S.A. au capital de 1 000 000 € - RCS Paris B 348 461 443 – Code Naf 69.20Z