

*La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée
dans un quelconque pays autre que la France*

**NOTE D'INFORMATION
ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ**



EN RÉPONSE À

**L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ ANF IMMOBILIER**

INITIÉE PAR



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 17-588 en date du 14 novembre 2017 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). La présente Note en Réponse a été établie par la société ANF Immobilier et engage la responsabilité de son signataire.

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 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La présente Note en Réponse est disponible sur le site Internet d'ANF Immobilier (www.anf-immobilier.com) et sur le site Internet de l'AMF (<http://www.amf-france.org>). Elle est tenue à la

disposition du public sans frais au siège social d'ANF Immobilier (1, rue Georges Berger, 75017 Paris) et peut être obtenue sans frais par toute personne qui en fait la demande.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, d'ANF Immobilier sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-après). Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ce document.

SOMMAIRE

1.	Rappel des principaux termes et conditions de l'Offre	1
1.1	Description de l'Offre.....	1
1.2	Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	2
1.2.1	Situation des titulaires d'Actions Gratuites et des Options d'Achat d'Actions.....	3
1.2.2	Liquidité des Actions Gratuites et des Options d'Achat d'Actions	7
1.3	Principales caractéristiques de l'Offre.....	7
1.4	Contexte et motifs de l'Offre.....	9
1.4.1	Acquisition du Bloc de Contrôle	9
1.4.2	Acquisition du Bloc Minoritaire	11
1.4.3	Répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société avant l'Acquisition du Bloc de Contrôle	11
1.4.4	Répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société après l'Acquisition du Bloc de Contrôle et l'Acquisition du Bloc Minoritaire	11
2.	Avis motivé du Conseil de Surveillance sur l'Offre	12
3.	Rapport de l'expert indépendant sur l'Offre	17
4.	Intentions des membres du Conseil de Surveillance.....	17
5.	Intentions de la Société concernant les actions auto-détenues	18
6.	Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	18
7.	Eléments relatifs à la Société susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique	18
7.1	Structure du capital de la Société.....	18
7.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	19
7.3	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....	20
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	20
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	20

7.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	20
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	20
7.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire	20
7.7.2	Règles applicables à la modification des statuts de la Société.....	21
7.8	Pouvoirs du Directoire, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions.....	21
7.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	23
7.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	24
8.	Modalités de mise à disposition du document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société	25
9.	Personne assumant la responsabilité de la note en réponse	26
	Annexe Rapport de l'expert indépendant sur l'Offre	27

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Description 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, Icade, société anonyme de droit français dont le siège social est situé 27, rue Camille Desmoulins, 92130 Issy-les-Moulineaux, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 582 074 944 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris sous le code ISIN FR0000035081 (« **Icade** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires d'ANF Immobilier, société anonyme de droit français dont le siège social est situé 1, rue Georges Berger, 75017 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 568 801 377 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris sous le code ISIN FR0000063091 (« **ANF** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité des actions de la Société qui ne sont pas déjà détenues par l'Initiateur au prix de 22,15 euros par action (l'« **Offre** »).

L'Offre est consécutive au franchissement par l'Initiateur des seuils de 30 % et de 50 % du capital social et des droits de vote de la Société, résultant de l'acquisition par l'Initiateur, le 23 octobre 2017, de 9.596.267 actions et autant de droits de vote de la Société¹ (représentant 50,48 % du capital et 50,23 % des droits de vote de la Société²) par voie d'acquisition d'un bloc hors marché (l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** ») auprès d'Eurazeo, société européenne dont le siège social est situé 1, rue Georges Berger, 75017 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 692 030 992 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris sous le code ISIN FR0000121121 (« **Eurazeo** »).

Par ailleurs, Icade a acquis le 13 novembre 2017 auprès de la Caisse d'Epargne CEPAC, société anonyme de droit français dont le siège social est situé Place Estrangin Pastré, BP 108, 13254 Marseille Cedex 06, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Marseille sous le numéro 775 559 404 (« **CEPAC** »), 1.219.914 actions et autant de droits de vote de la Société (représentant 6,42 % du capital et 6,39 % des droits de vote de la Société²) par voie d'acquisition d'un bloc hors marché (l'« **Acquisition du Bloc Minoritaire** »), en vertu d'un contrat de cession d'actions en date du 10 novembre 2017, à un prix de 22,15 euros par action.

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient, à la connaissance de la Société, 10.816.181 actions et autant de droits de vote de la Société, représentant 56,90 % du capital et 56,61 % des droits de vote de la Société².

Conformément aux dispositions de l'article 231-13, I du règlement général de l'AMF, Rothschild Martin Maurel et Natixis, agissant en qualité de banques présentatrices de l'Offre pour le compte de l'Initiateur (les « **Banques Présentatrices** »), ont déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information auprès

¹ A la suite de la perte de 1.436.172 droits de vote causée par la perte des droits de vote double dont Eurazeo bénéficiait.

² Sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques (*i.e.*, droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) au 23 octobre 2017 (à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la perte de 1.436.172 droits de vote double attaché à certaines actions cédées par Eurazeo) publié par la Société le 24 octobre 2017, soit 19.009.271 actions et 19.105.108 droits de vote théoriques.

de l'AMF le 25 octobre 2017. Toutefois, seule Natixis garantit le contenu et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

En application des dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance de la Société a désigné à l'unanimité, le 17 mai 2017, le cabinet Finexsi, 14, rue de Bassano, 75116 Paris, en qualité d'expert indépendant aux fins d'émettre un avis sur les conditions et modalités financières de l'Offre. Le Conseil de Surveillance a également chargé Finexsi d'émettre un avis sur les conditions et les modalités financières de la cession du Patrimoine Détouré (tel que ce terme est défini ci-après).

1.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société est divisé en 19.009.271 actions.

Comme indiqué dans la section 1.1 de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient, à la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, 10.816.181 actions et autant de droits de vote de la Société, représentant 56,90 % du capital social et 56,61 % des droits de vote de la Société³.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur à la date de la note d'information de l'Initiateur visée par l'AMF (la « **Note d'Information** »), à l'exception des actions auto-détenues (dont le Conseil de Surveillance a décidé, le 23 octobre 2017, qu'elles ne seraient pas apportées à l'Offre) autres que les 831.533⁴ actions auto-détenues susceptibles d'être remises en cas d'exercice des Options d'Achat d'Actions (tel que ce terme est défini à la section 1.2.1 de la présente Note en Réponse) ou d'acquisition définitive d'Actions Gratuites (tel que ce terme est défini à la section 1.2.1 de la présente Note en Réponse) attribuées par la Société.

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, les actions visées par l'Offre représentent un nombre total maximum de 8.158.312 actions de la Société, soit 42,92 % du capital social et 42,70 % des droits de vote de la Société³.

Il est toutefois précisé que :

- sous réserve des cas d'acquisition anticipée ou de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité de l'attributaire), les 39.413 Actions Gratuites Non Acquises ou Non Disponibles (Plans 2014 –

³ Sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques (*i.e.*, droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) au 23 octobre 2017 (à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la perte de 1.436.172 droits de vote double attaché à certaines actions cédées par Eurazeo) publié par la Société le 24 octobre 2017, soit 19.009.271 actions et 19.105.108 droits de vote théoriques.

⁴ Représentant 4,37 % du capital de la Société sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques (*i.e.*, droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) au 23 octobre 2017 (à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la perte de 1.436.172 droits de vote double attaché à certaines actions cédées par Eurazeo) publié par la Société le 24 octobre 2017, soit 19.009.271 actions et 19.105.108 droits de vote théoriques.

2015) (tel que ce terme est défini à la section 1.2.1 de la présente Note en Réponse)⁵, ne pourront être apportées à l'Offre dès lors que la période d'acquisition ou de conservation de ces Actions Gratuites expirera après la date de clôture de l'Offre ; et

- sous réserve des cas de levée des indisponibilités en cas de licenciement, mise à la retraite, invalidité de 2^{ème} ou 3^{ème} catégorie et décès, selon les modalités prévues à l'article 91 *ter* de l'annexe II du Code Général des Impôts (« CGI »), les 102.763 actions acquises ou susceptibles d'être acquises à raison de l'exercice des Options d'Achat d'Actions (Plans 2013 – 2014) (tel que ce terme est défini à la section 1.2.1 de la présente Note en Réponse) ne pourront être apportées à l'Offre dès lors qu'elles seront encore indisponibles juridiquement ou fiscalement à la date de clôture de l'Offre⁶.

A la date de la présente Note en Réponse et à l'exception de ce qui est dit ci-dessus, il n'existe aucun autre titre de capital ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.2.1 Situation des titulaires d'Actions Gratuites et des Options d'Achat d'Actions

Situation des titulaires d'Actions Gratuites

La Société a mis en place plusieurs plans d'attribution gratuite d'actions au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux (les « **Actions Gratuites** »). Les plans d'attribution d'Actions Gratuites sont notamment décrits à la section 5.1.6 « Attribution d'options de souscription ou d'achat d'action et attribution gratuites d'actions » du document de référence de la Société déposé auprès de l'AMF le 12 avril 2017 sous le numéro D. 17-0373.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Actions Gratuites en période d'acquisition ou de conservation au 23 octobre 2017 :

	Plan 2014	Plan 2015
Date d'attribution	16 mars 2015	23 mai 2016
Nombre total d'actions attribuées gratuitement	34.000	34.000
Date d'acquisition des actions (Période d'acquisition)	16 mars 2017 (2 ans)	23 mai 2019 (3 ans)
Date de fin de la période de	16 mars 2019	N/A

⁵ Représentant 0,21 % du capital de la Société sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques (*i.e.*, droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) au 23 octobre 2017 (à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la perte de 1.436.172 droits de vote double attaché à certaines actions cédées par Eurazeo) publié par la Société le 24 octobre 2017, soit 19.009.271 actions et 19.105.108 droits de vote théoriques.

⁶ Représentant 0,54 % du capital de la Société sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques (*i.e.*, droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) au 23 octobre 2017 (à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la perte de 1.436.172 droits de vote double attaché à certaines actions cédées par Eurazeo) publié par la Société le 24 octobre 2017, soit 19.009.271 actions et 19.105.108 droits de vote théoriques.

	Plan 2014	Plan 2015
conservation (Période de conservation)	(2 ans)	
Nombre d'actions acquises	12 868	0
Nombre cumulé d'actions annulées ou caduques	21 132	7.455
Actions attribuées gratuitement restantes	N/A	26.545*

* L'acquisition définitive des Actions Gratuites attribuées dans le cadre du Plan 2015 est notamment soumise à la satisfaction d'une condition de performance tenant à la performance boursière de la Société. Cette condition de performance est en principe appréciée sur une période de trois ans à compter de la date d'attribution (soit jusqu'au 23 mai 2019). Toutefois, conformément aux stipulations du Plan 2015, chaque bénéficiaire peut, en raison du changement de contrôle de la Société causé par l'Acquisition du Bloc de Contrôle, décider que cette condition de performance sera appréciée sur une période courant de la date d'attribution à la date de l'Acquisition du Bloc de Contrôle. Les bénéficiaires doivent notifier leur choix à la Société dans le délai de deux mois à compter de la date de l'Acquisition du Bloc de Contrôle. Le changement de contrôle n'entraîne pas l'acquisition anticipée des Actions Gratuites. Dans l'hypothèse où l'intégralité des bénéficiaires ferait le choix d'une appréciation de la condition de performance sur la période courant de la date d'attribution à la date de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et compte tenu du niveau de réalisation de la condition de performance sur cette période constaté par le Conseil de surveillance du 23 octobre 2017, le nombre d'Actions Gratuites susceptibles d'être acquises au titre du Plan 2015 serait de 19.089. Sur la base des notifications reçues à la date de la présente Note en Réponse, le nombre d'actions attribuées gratuitement restantes au titre du Plan 2015 (et donc susceptibles de devenir disponibles et de pouvoir être apportées à l'Offre en cas d'acquisition anticipée en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause de décès ou d'invalidité de l'attributaire)) est de 26.545.

Les Actions Gratuites acquises au titre du Plan 2014 ne seront disponibles qu'à compter du 16 mars 2019 et ne peuvent donc pas être apportées à l'Offre (les « **Actions Gratuites Non Disponibles (Plan 2014)** »), sous réserve des cas de levée des indisponibilités en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause de décès ou d'invalidité de l'attributaire).

Les Actions Gratuites attribuées dans le cadre du Plan 2015 ne seront acquises et disponibles, sous réserve des conditions de présence et de performance, qu'à compter du 23 mai 2019 et ne peuvent donc pas être apportées à l'Offre (les « **Actions Gratuites Non Acquises (Plan 2015)** », ensembles avec les Actions Gratuites Non Disponibles (Plan 2014), les « **Actions Gratuites Non Acquises ou Non Disponibles (Plans 2014 – 2015)** »), sous réserve des cas d'acquisition anticipée en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause de décès ou d'invalidité de l'attributaire).

Situation des bénéficiaires d'Options d'Achat d'Actions

La Société a mis en place plusieurs plans d'attribution d'options d'achat d'actions au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux (les « **Options d'Achat d'Actions** »). Les plans d'Options d'Achat d'Actions sont notamment décrits à la section 5.1.6 « Attribution d'options de souscription ou d'achat d'action et attribution gratuites d'actions » du document de référence de la Société déposé auprès de l'AMF le 12 avril 2017 sous le numéro D. 17-0373.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Options d'Achat d'Actions au 23 octobre 2017 :

	Plan 2007	Plan 2008	Plan 2009	Plan 2010
Date d'attribution	17 décembre 2007	19 décembre 2008	14 décembre 2009	15 décembre 2010
Nombre d'options attribuées après ajustements*	159.159	179.839	224.659	219.323

	Plan 2007	Plan 2008	Plan 2009	Plan 2010
Nombre d'actions achetées au 31 décembre 2016	-	98.945	59.234	12.432
Nombre cumulé d'options d'achat annulées ou caduques	-	30.157	33.293	44.002
Options de souscription ou d'achat d'action restantes	159.159	50.737	132.132	162.889
Date d'expiration (10 ans)	17 décembre 2017	19 décembre 2018	14 décembre 2019	15 décembre 2020
Prix de souscription ou d'achat*	29,73 €	19,42 €	22,55 €	23,72 €
Modalités d'acquisition	- L'acquisition définitive du premier tiers intervient à l'issue d'une période de 2 ans (soit le 17 décembre 2009) ; - l'acquisition définitive du deuxième tiers intervient à l'issue d'une période de 3 ans (soit le 17 décembre 2010) ; - l'acquisition définitive du dernier tiers intervient à l'issue d'une période de 4 ans (soit le 17 décembre 2011).	- L'acquisition définitive du premier tiers intervient à l'issue d'une période de 2 ans (soit le 19 décembre 2010) ; - l'acquisition définitive du deuxième tiers intervient à l'issue d'une période de 3 ans (soit le 19 décembre 2011) ; - l'acquisition définitive du dernier tiers intervient à l'issue d'une période de 4 ans (soit le 19 décembre 2012).	- L'acquisition définitive du premier tiers intervient à l'issue d'une période de 2 ans (soit le 14 décembre 2011) ; - l'acquisition définitive du deuxième tiers intervient à l'issue d'une période de 3 ans (soit le 14 décembre 2012) ; - l'acquisition définitive du dernier tiers intervient à l'issue d'une période de 4 ans (soit le 14 décembre 2013).	- L'acquisition définitive du premier tiers intervient à l'issue d'une période de 2 ans (soit le 15 décembre 2012) ; - l'acquisition définitive du deuxième tiers intervient à l'issue d'une période de 3 ans (soit le 15 décembre 2013) ; - l'acquisition définitive du dernier tiers intervient à l'issue d'une période de 4 ans (soit le 15 décembre 2014).
Modalités d'exercice	Options exerçables dès leur attribution définitive	Options exerçables dès leur attribution définitive	Options exerçables dès leur attribution définitive	Options exerçables dès leur attribution définitive
Cession des actions - incessibilité	Incessibilité jusqu'au 17 décembre 2011 (sauf exceptions)	Incessibilité jusqu'au 19 décembre 2012 (sauf exceptions)	Incessibilité jusqu'au 14 décembre 2013 (sauf exceptions)	Incessibilité jusqu'au 15 décembre 2014 (sauf exceptions)

	Plan 2011	Plan 2012	Plan 2013	Plan 2014
Date d'attribution	22 décembre 2011	2 avril 2013	23 juin 2014	12 novembre 2014
Nombre d'options attribuées après ajustements*	216.075	52.915	106.575	50.000
Nombre d'actions achetées au 31 décembre 2016	17.512	-	-	-
Nombre cumulé d'options d'achat annulées ou caduques	43.353	10.817	41.312	12.500
Options de souscription ou d'achat d'action restantes	155.210	42.098	65.263**	37.500**
Date d'expiration (10 ans)	22 décembre 2021	2 avril 2023	23 juin 2024	12 novembre 2024
Prix de souscription ou d'achat*	21,53 €	21,81 €	23,88 €	21,83 €

	Plan 2011	Plan 2012	Plan 2013	Plan 2014
Modalités d'acquisition	- L'acquisition définitive du premier tiers intervient à l'issue d'une période de 2 ans (soit le 22 décembre 2013) ; - l'acquisition définitive du deuxième tiers intervient à l'issue d'une période de 3 ans (soit le 22 décembre 2014) ; - l'acquisition définitive du dernier tiers intervient à l'issue d'une période de 4 ans (soit le 22 décembre 2015).	- L'acquisition définitive du premier tiers intervient à l'issue d'une période de 2 ans (soit le 2 avril 2015) ; - l'acquisition définitive du deuxième tiers intervient à l'issue d'une période de 3 ans (soit le 2 avril 2016) ; - l'acquisition définitive du dernier tiers intervient à l'issue d'une période de 4 ans (soit le 2 avril 2017).	- L'acquisition définitive du premier tiers intervient à l'issue d'une période de 2 ans (soit le 23 juin 2016) ; - l'acquisition définitive du deuxième tiers intervient à l'issue d'une période de 3 ans (soit le 23 juin 2017) ; - l'acquisition définitive du dernier tiers intervient à l'issue d'une période de 4 ans (soit le 23 juin 2018)** ***.	- L'acquisition définitive du premier tiers intervient à l'issue d'une période de 2 ans (soit le 12 novembre 2016) ; - l'acquisition définitive du deuxième tiers intervient à l'issue d'une période de 3 ans (soit le 12 novembre 2017) ** ; - l'acquisition définitive du dernier tiers intervient à l'issue d'une période de 4 ans (soit le 12 novembre 2018) *** ****.
Modalités d'exercice	Options exerçables dès leur attribution définitive	Options exerçables à compter du 2 avril 2017	Options exerçables à compter du 23 juin 2018***	Options exerçables à compter du 12 novembre 2018***
Cession des actions - Incessibilité	Incessibilité jusqu'au 22 décembre 2015 (sauf exceptions)	Incessibilité jusqu'au 2 avril 2017 (sauf exceptions)	Incessibilité jusqu'au 23 juin 2018 (sauf exceptions)	Incessibilité jusqu'au 12 novembre 2018 (sauf exceptions)

* Le prix d'exercice et le nombre d'options ont été ajustés suite à la distribution exceptionnelle de réserves (suite à la cession par la société d'un portefeuille d'actifs immobiliers) et l'offre publique de rachat d'action portant sur les actions propres de la Société décidées en novembre 2012.

** L'acquisition par les membres et anciens membres du Directoire du troisième tiers des Options d'Achat d'Actions attribuées dans le cadre du Plan 2013 et du Plan 2014 est soumise à la satisfaction d'une condition de performance tenant à la performance boursière de la Société. Cette condition de performance est en principe appréciée sur une période de quatre ans à compter de la date d'attribution (soit jusqu'au 23 juin 2018 et au 12 novembre 2018 respectivement). Toutefois, conformément aux stipulations du Plan 2013 et du Plan 2014, chaque bénéficiaire concerné peut, en raison du changement de contrôle de la Société causé par l'Acquisition du Bloc de Contrôle, décider que cette condition de performance sera appréciée sur une période courant de la date d'attribution à la date de l'Acquisition du Bloc de Contrôle. L'ensemble des bénéficiaires concernés ont notifié à la Société leur choix d'avoir la condition de performance appréciée sur la période courant de la date d'attribution à la date de l'Acquisition du Bloc de Contrôle. Compte tenu du niveau de réalisation de la condition de performance sur cette période constaté par le Conseil de surveillance du 23 octobre 2017, le nombre d'Options d'Achat d'Actions définitivement acquises au titre du Plan 2013 et du Plan 2014 est respectivement de 65.263 et de 37.500. En cas d'exercice de ces d'Options d'Achat d'Actions, les actions sous-jacentes ne pourraient pas être apportées à l'Offre, sauf en cas de levée des indisponibilités résultant d'un cas de licenciement, mise à la retraite, invalidité de 2^{ème} ou 3^{ème} catégorie et décès, selon les modalités prévues à l'article 91 ter de l'annexe II du CGI.

*** Conformément aux stipulations du Plan 2013 et du Plan 2014, ces options ont été acquises et sont devenues exerçables par anticipation en raison du changement de contrôle de la Société résultant de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur.

Il en résulte que le nombre total des actions susceptibles d'être remises en cas d'exercice des Options d'Achat d'Actions restantes et susceptibles d'être apportées à l'Offre est de 804.988 actions.

Parmi ces actions, 702.225 actions ont été ou sont susceptibles d'être remises en cas d'exercice d'Options d'Achat d'Actions (les « **Options d'Achat d'Actions (Plans 2007 à 2012)** ») et ne sont pas indisponibles juridiquement ou fiscalement. Elles peuvent donc être apportées à l'Offre.

Au contraire, les actions acquises ou susceptibles d'être acquises en cas d'exercice des Options d'Achat d'Actions autres que les Options d'Achat d'Actions (Plans 2007 à 2012) (les « **Options d'Achat**

d'Actions (Plans 2013 – 2014) » ne peuvent pas être apportées à l'Offre dans la mesure où ces actions seront indisponibles juridiquement ou fiscalement à la date de clôture de l'Offre (sauf en cas de licenciement, mise à la retraite, invalidité de 2^{ème} ou 3^{ème} catégorie ou décès).

1.2.2 Liquidité des Actions Gratuites et des Options d'Achat d'Actions

L'Initiateur a offert aux attributaires d'Actions Gratuites Non Acquises ou Non Disponibles (Plans 2014 – 2015) et d'Options d'Achat d'Actions (Plan 2014) le bénéfice d'un mécanisme de liquidité dans la mesure où ces Actions Gratuites et Options d'Achat d'Actions ne pourront pas être apportées à l'Offre, ainsi qu'aux attributaires d'Options d'Achat d'Actions au titre des Plans 2008 et 2011 qui ne pourront apporter leurs titres à l'Offre que dans des conditions de traitement fiscal ou social dégradé (« **Bénéficiaires des Plans de SO 2008 et 2011** »).

Ainsi, il a été proposé à ces bénéficiaires d'Actions Gratuites et d'Options d'Achat d'Actions de conclure avec l'Initiateur un contrat de liquidité (le « **Contrat de Liquidité** »).

Aux termes de ce Contrat de Liquidité, Icade s'engage irrévocablement, si le marché des actions de la Société n'était pas suffisamment liquide, en cas de (i) radiation de la cote des actions de la Société, ou de (ii) détention par Icade de plus de 90 % des actions de la Société, à acheter les actions ANF reçues par les bénéficiaires desdits plans d'attribution d'Actions Gratuites et les bénéficiaires desdites Options d'Achat d'Actions après exercice de leurs Options d'Achat d'Actions, à tout moment au cours d'une période de six (6) mois suivant, pour les Actions Gratuites, la fin de la période d'acquisition ou de la période de conservation des actions, et, pour les Options d'Achat d'Actions, la fin de la période d'acquisition ou de la période d'indisponibilité juridique ou fiscale, selon le cas (la « **Période de Liquidité** »), et les bénéficiaires desdits plans d'attribution d'Actions Gratuites et desdites Options d'Achat d'Actions s'engagent irrévocablement à vendre les actions ANF reçues, à tout moment au cours d'une période de deux (2) mois suivant la fin de la Période de Liquidité.

Le prix d'achat sera déterminé sur la base du prix proposé dans le cadre de l'Offre ajusté notamment de la variation (en euro), positive ou négative, entre (i) le montant du dernier actif net réévalué de la Société par action (ANR triple net EPRA) publié avant le dépôt de l'Offre (*i.e.*, 20,96 euros au 30 juin 2017) et (ii) le montant du dernier actif net réévalué de la Société par action (ANR triple net EPRA) arrêté lors de la notification de l'option de vente ou d'achat, selon le cas.

1.3 Principales caractéristiques de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre, qui sera réalisée selon la procédure simplifiée prévue par les dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions de la Société visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre, au prix de 22,15 euros par action, pendant une période de quinze jours de négociation.

L'Offre n'est soumise à aucune condition prévoyant la présentation d'un nombre minimum d'actions pour qu'elle ait une suite positive. Par ailleurs, l'Offre n'est pas soumise à une quelconque condition d'obtention d'une autorisation au titre du contrôle des concentrations ou en matière réglementaire.

La procédure d'apport à l'Offre est présentée à la section 2.5 de la Note d'Information.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.6 de la Note d'Information.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué comportant les principaux éléments de l'Offre a été diffusé le 25 octobre 2017 par l'Initiateur et publié

sur le site Internet de l'Initiateur (www.icade.fr). Le projet de note d'information est disponible sur le site Internet de l'Initiateur (www.icade.fr) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org). Il est également tenu à la disposition du public sans frais aux sièges sociaux de l'Initiateur (27, rue Camille Desmoulins, 92130 Issy-les-Moulineaux) et des Banques Présentatrices et peut être obtenu sans frais par toute personne qui en fait la demande.

Après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires applicables, l'AMF a publié le 14 novembre 2017 une décision de conformité relative à l'Offre sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette décision de conformité emporte visa par l'AMF de la Note d'Information et de la présente Note en Réponse.

Conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, la Note d'Information est disponible sur le site Internet de l'Initiateur (www.anf-immobilier.com) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org). Elle est également tenue à la disposition du public sans frais aux sièges sociaux de l'Initiateur (27, rue Camille Desmoulins, 92130 Issy-les-Moulineaux) et des Banques Présentatrices et peut être obtenue sans frais par toute personne qui en fait la demande.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de l'Initiateur sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il sera disponible sur le site Internet de l'Initiateur (www.icade.fr) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org). Il sera également tenu à la disposition du public sans frais au siège social de la Société (27, rue Camille Desmoulins, 92130 Issy-les-Moulineaux) et pourra être obtenu sans frais par toute personne qui en fera la demande.

Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

Conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, la présente Note en Réponse est disponible sur le site Internet de la Société (www.anf-immobilier.com) et sur le site Internet de l'AMF (<http://www.amf-france.org>). Elle est également tenue à la disposition du public sans frais au siège social de la Société (1, rue Georges Berger, 75017 Paris) et peut être obtenue sans frais par toute personne qui en fait la demande.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il sera disponible sur le site Internet de la Société (www.anf-immobilier.com) et sur le site Internet de l'AMF (<http://www.amf-france.org>). Il sera également tenu à la disposition du public sans frais au siège social de la Société (1, rue Georges Berger, 75017 Paris) et pourra être obtenu sans frais par toute personne qui en fera la demande.

Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre est faite exclusivement en France et les documents relatifs à celle-ci ne sont pas destinés à être diffusés dans un quelconque pays autre que la France. Les restrictions pour la participation à l'Offre et les documents relatifs à celle-ci sont décrites en détails à la section 2.7 de la Note d'Information.

1.4 Contexte et motifs de l'Offre

1.4.1 Acquisition du Bloc de Contrôle

La Société a signé le 20 juillet 2017 avec Primonial REIM (« **Primonial** ») un protocole de négociations exclusives (le « **Protocole de Détournage** ») en vue de la cession à Primonial d'un portefeuille d'actifs résidentiels et commerciaux à Marseille et à Lyon (le « **Patrimoine Détourné** »).

La Société a ensuite signé le 22 juillet 2017 un protocole de négociations exclusives avec l'Initiateur (le « **Protocole ANF Immobilier-Icade** ») en vue de l'acquisition par l'Initiateur de la participation majoritaire détenue par Eurazeo correspondant à 50,48 % du capital et 53,73 % des droits de vote de la Société à cette date. Le même jour, Eurazeo et l'Initiateur ont également signé un protocole de négociations exclusives aux mêmes fins.

La réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle était conditionnée notamment à la signature par la Société et Primonial d'une promesse synallagmatique de vente portant sur la cession du Patrimoine Détourné.

La signature de ces protocoles de négociations exclusives a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par l'Initiateur le 24 juillet 2017 précisant les principaux termes de l'opération envisagée, en particulier le prix d'acquisition proposé pour le bloc d'actions détenues par Eurazeo de 22,15 euros par action. L'Initiateur a également annoncé qu'à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, il déposerait, conformément à la réglementation, une offre publique d'acquisition visant les actions de la Société, au même prix par action que celui payé dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

La Société, l'Initiateur et Eurazeo ont engagé les procédures d'information et de consultation de leurs instances représentatives du personnel (« **IRP** »). Ces procédures ont été achevées le 18 septembre 2017 pour Eurazeo, le 21 septembre 2017 pour la Société et le 26 septembre 2017 pour l'Initiateur. Les IRP ont émis un avis favorable sur le projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Le 10 octobre 2017, l'Initiateur et Eurazeo ont conclu un contrat de cession d'actions portant sur l'Acquisition du Bloc de Contrôle (le « **Contrat de Cession d'Actions** »). Eurazeo a pris l'engagement, au titre du Contrat de Cession d'Actions, d'indemniser la Société, sous certaines conditions, des éventuelles pertes qui pourraient être subies par la Société dans le cadre de certains litiges identifiés dans ledit contrat.

Le même jour, la Société et l'Initiateur ont conclu un avenant au Protocole ANF Immobilier-Icade (l'« **Avenant** ») dont l'objet principal était de permettre à la Société de verser une prime exceptionnelle à l'ensemble des salariés de la Société (en ce compris Mme Ghislaine Seguin, salariée de la Société et membre du Directoire) au titre de l'opération, conformément à une demande de la délégation unique du personnel de la Société.

Le 23 octobre 2017, la Société et Primonial ont signé deux promesses synallagmatiques de vente portant sur la cession du Patrimoine Détourné pour un prix global de 400.792.429 € hors droits⁷ (les « **Promesses Synallagmatiques de Vente** »), lesquelles avaient au préalable été autorisées par le Conseil de

⁷ Il est précisé qu'il s'agit d'un prix global comprenant le prix de cession d'un immeuble appartenant à Eurazeo qui percevra à ce titre 367.862 €.

Surveillance sur la base des conclusions du rapport de Finexsi sur les conditions et les modalités financières de la cession du Patrimoine Détouré en date du 23 octobre 2017, selon lesquelles : « *Au terme de nos travaux, nous considérons que le prix proposé pour les actifs du [Patrimoine Détouré] est équitable pour ANF Immobilier, et les autres modalités de la transaction n'appellent pas de remarque de notre part* ».

Le même jour, les conditions suspensives stipulées dans le Contrat de Cession d'Actions ayant été levées (en ce compris la signature des Promesses Synallagmatiques de Vente), l'Initiateur a acquis auprès d'Eurazeo 9.596.267 actions représentant autant de droits de vote de la Société via une acquisition de bloc d'actions hors marché au prix de 22,15 euros par action et détient au résultat de cette acquisition 50,48 % du capital et 50,23 % des droits de vote de la Société⁸.

A la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, la gouvernance de la Société a, le même jour, été modifiée pour refléter la nouvelle configuration de son capital :

- M. Bruno Keller, M. Patrick Philippe Audouin, M. Patrick Sayer, Mme Marie-Hélène Sartorius et Mme Marie-Pierre Soury ont démissionné de leurs fonctions de membres du Conseil de Surveillance ;
- M. Philippe Monnier et M. Jean-Pierre Richardson ont démissionné de leurs fonctions de censeurs ;
- il a été mis fin aux fonctions de Président du Directoire de M. Renaud Haberkorn ;
- M. Olivier Wigniolle (également nommé Président du Conseil de Surveillance), Mme Victoire Aubry, Mme Vanessa Bouquillion, M. Jean-Philippe Carrascosa et M. Antoine de Chabannes ont été cooptés en tant que membres du Conseil de Surveillance ;
- Mme Emmanuelle Baboulin a été nommée Président du Directoire.

La modification de la gouvernance de la Société a fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 23 octobre 2017 consultable sur le site Internet de la Société (www.anf-immobilier.com).

Dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur a eu accès à un nombre limité d'informations sur la Société et ses filiales dans le cadre d'une procédure dite de *data room*. Il est précisé que (i) les informations communiquées par la Société à l'Initiateur l'ont été conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de *data room* figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (DOC-2016-08) et que (ii) l'Initiateur n'a eu accès à aucune information privilégiée qui n'aurait pas été rendue publique par la Société.

⁸ Sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques (*i.e.*, droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) au 23 octobre 2017 (à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la perte de 1.436.172 droits de vote double attaché à certaines actions cédées par Eurazeo) publié par la Société le 24 octobre 2017, soit 19.009.271 actions et 19.105.108 droits de vote théoriques.

1.4.2 Acquisition du Bloc Minoritaire

Icade a acquis le 13 novembre 2017 auprès de CEPAC 1.219.914 actions et autant de droits de vote de la Société (représentant 6,42 % du capital et 6,39 % des droits de vote de la Société⁹) par voie d'acquisition d'un bloc hors marché, en vertu d'un contrat de cession d'actions en date du 10 novembre 2017, à un prix de 22,15 euros par action.

1.4.3 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société avant l'Acquisition du Bloc de Contrôle

Avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle intervenue le 23 octobre 2017 et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théoriques ¹⁰
Eurazeo	9 596 267	50,48 %	11 032 439	53,71 %
CEPAC	1 219 914	6,42 %	1 219 914	5,94 %
Generali Vie	792 891	4,17 %	792 891	3,86 %
CNP Assurances	786 781	4,14 %	786 781	3,83 %
SGC Perpac	772 818	4,07 %	772 818	3,76 %
CARDIF Assurance Vie	373 576	1,97 %	373 576	1,82 %
Principaux actionnaires	13 542 247	71,24 %	14 978 419	72,92 %
Auto-détention	866 311	4,56 %	866 311	4,22 %
Public	4 600 713	24,20 %	4 696 550	22,86 %
Total	19 009 271	100,00 %	20 541 315	100,00 %

Préalablement à l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur ne détenait, directement ou indirectement, aucune action de la Société.

1.4.4 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société après l'Acquisition du Bloc de Contrôle et l'Acquisition du Bloc Minoritaire

A la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle intervenue le 23 octobre 2017 et de l'Acquisition du Bloc Minoritaire intervenue le 13 novembre 2017 et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société était la suivante :

⁹ Sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques (*i.e.*, droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 233-11 du règlement général de l'AMF) au 23 octobre 2017 (à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la perte de 1.436.172 droits de vote double attaché à certaines actions cédées par Eurazeo) publié par la Société le 24 octobre 2017, soit 19.009.271 actions et 19.105.108 droits de vote théoriques.

¹⁰ Conformément à l'article 233-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théorique est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théoriques ¹¹
Icade	10 816 181	56,90 %	10 816 181	56,61 %
Generali Vie	792 891	4,17 %	792 891	4,15 %
CNP Assurances	786 781	4,14 %	786 781	4,12 %
SGC Perpac	772 818	4,07 %	772 818	4,05 %
CARDIF Assurance Vie	373 576	1,97 %	373 576	1,96 %
Principaux actionnaires	13 542 247	71,24 %	13 542 247	70,88 %
Auto-détention	866 311	4,56%	866 311	4,53%
Public	4 600 713	24,20	4 696 550	24,58 %
Total	19 009 271	100,00 %	19 105 143	100,00 %

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE SUR L'OFFRE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance s'est réuni le 23 octobre 2017 sous la présidence de M. Bruno Keller, Président du Conseil de Surveillance, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil de Surveillance était alors composé de la façon suivante :

- M. Bruno Keller, Président du Conseil de Surveillance ;
- M. Philippe Audouin, membre du Conseil de Surveillance et du Comité d'Audit ;
- M. Sébastien Didier, membre du Conseil de Surveillance et du Comité du Patrimoine ;
- M. Alain Lemaire, membre indépendant du Conseil de Surveillance, Président du Comité d'Audit et membre du Comité du Patrimoine ;
- M. Sébastien Pezet, membre indépendant du Conseil de Surveillance et du Comité du Patrimoine ;
- Mme Sabine Roux de Bézieux, membre indépendante du Conseil de Surveillance, du Comité d'Audit et du Comité des Rémunérations et de Sélection ;
- Mme Marie-Hélène Sartorius, membre indépendante du Conseil de Surveillance et du Comité d'Audit ;
- M. Patrick Sayer, membre du Conseil de Surveillance, Président du Comité du Patrimoine ;

¹¹ Conformément à l'article 233-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théorique est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

- Mme Marie-Pierre Soury, membre indépendante du Conseil de Surveillance et du Comité des Rémunérations et de Sélection ;
- Mme Isabelle Xoual, membre indépendante du Conseil de Surveillance et Présidente du Comité des Rémunérations et de Sélection ;
- M. Jean-Pierre Richardson, censeur ;
- M. Philippe Monnier, censeur.

L'ensemble des membres du Conseil de Surveillance étaient présents ou représentés. M. Jean-Pierre Richardson, censeur, était présent ; M. Philippe Monnier, censeur, était absent et excusé.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil de Surveillance, en ce compris les membres indépendants :

« Préalablement à cette réunion, les membres du Conseil de Surveillance ont reçu copie :

- *de l'avis du comité d'entreprise de la Société du 21 septembre 2017 sur le projet [de cession du Patrimoine Détouré et d'Acquisition du Bloc de Contrôle] ;*
- *du projet de note d'information établi par la société Icade, qui contient notamment les motifs et les caractéristiques de l'Offre Publique, les intentions d'Icade et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre Publique établis par Rothschild Martin Maurel et Natixis ;*
- *du rapport final sur l'Offre Publique établi par le cabinet Finexsi, représenté par Lucas Robin (l'« **Expert Indépendant** ») ;*
- *du projet de note en réponse de la Société et du projet de document intitulé « Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ».*

M. Bruno Keller indique aux membres du Conseil de Surveillance qu'ils sont réunis afin d'examiner le projet d'offre publique devant être déposé par Icade le 25 octobre 2017 auprès de l'Autorité des marchés financiers.

Il est rappelé que conformément aux termes du contrat de cession d'actions conclu le 10 octobre 2017 conclu entre Eurazeo et Icade, il est prévu qu'Icade acquière le bloc de contrôle détenu par Eurazeo dans la Société représentant 50,48 % du capital et 50,23 % des droits de vote (sur la base des droits de vote au 30 septembre 2017 et à la suite de la perte des droits de vote doubles attachés aux actions cédées par Eurazeo) de la Société aujourd'hui après la levée des conditions suspensives qui y sont prévues. A raison de l'acquisition de ce bloc de contrôle, Icade franchira les seuils de 30 % et 50 % du capital social et aura par conséquent l'obligation de déposer une offre publique sur le reste du capital de la Société. Le projet qui vous est soumis est donc un projet d'offre publique d'achat obligatoire simplifiée visant les actions de la Société aux prix de 22,15 euros par action.

L'Offre Publique porterait sur la totalité des actions de la Société existantes non détenues par Icade à l'exception des actions auto-détenues autres que les 824.077 actions susceptibles d'être remises en cas

d'exercice des options d'achat d'actions ou d'acquisition définitive d'actions gratuites attribuées par la Société. L'Offre Publique porterait donc sur 9.371.470 actions de la Société soit 49,30 % du capital social et 49,05 % des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 19.009.271 et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 19.105.143.

Le Président du Conseil de Surveillance expose que :

- le prix par action offert aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre Publique est identique à celui payé par Icade à Eurazeo pour l'Acquisition du Bloc ;*
- l'Offre Publique permet aux actionnaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate en numéraire à un prix considéré comme équitable par l'Expert Indépendant, chaque actionnaire demeurant libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre Publique ;*
- Icade déclare qu'elle ne mettra pas en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société dans les trois mois qui suivent la clôture de l'Offre Publique. Icade se réserve la possibilité de procéder à des achats d'actions de la Société. Et qu'elle pourrait envisager de procéder à une fusion-absorption d'ANF par Icade dans le courant de l'exercice 2018. Dans une telle hypothèse, le projet de fusion serait soumis le moment venu à l'information consultation préalable des institutions représentatives du personnel concernées, aux assemblées générales d'actionnaires d'Icade et d'ANF ainsi qu'à l'AMF ; et*
- le prix de 22,15 euros par action offert aux actionnaires de la Société représente une prime de +5,0% par rapport au cours de clôture le 21 juillet 2017 et de respectivement +6,3% et +10,2% par rapport aux moyennes un mois et trois mois des cours pondérée par les volumes arrêtées au 21 juillet 2017 (corrigé du dividende détaché le 6 juin 2017). Il représente une prime et une décote de respectivement +5,7% et -15,2% par rapport aux actifs nets réévalués triple net publiés au 30 juin 2017 et au 31 décembre 2016 (corrigé du dividende détaché le 6 juin 2017).*

M. Bruno Keller indique aux membres du Conseil de Surveillance qu'en application des dispositions de l'article 231-9 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers et des stipulations du Protocole ANF Immobilier-Icade, le Conseil de Surveillance doit émettre un avis motivé sur les conséquences de l'Offre Publique pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil de Surveillance examine d'abord les conséquences de l'Offre Publique pour la Société.

Il est rappelé que le secteur des foncières a été marqué ces dernières années par un fort mouvement de consolidation, qui témoigne l'importance d'atteindre une taille critique dans ce secteur. Cette taille critique manque à ANF Immobilier et plaide pour un adossement à l'un des grands acteurs du marché, adossement qui est d'ailleurs attendu par les professionnels. Le Conseil de Surveillance constate que l'adossement de la Société à Icade, l'une des principales sociétés foncières françaises cotées, permettrait à la Société de profiter de la capacité financière d'Icade pour accélérer sa stratégie de croissance fondée sur l'investissement en immobilier tertiaire dans les métropoles régionales dynamiques.

Le Conseil de Surveillance examine ensuite les conséquences de l'Offre Publique pour les actionnaires de la Société.

M. Bruno Keller rappelle que lors de la séance du 17 mai 2017, le Conseil de Surveillance a, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, désigné le cabinet Finexsi, représenté par M. Lucas Robin, en qualité d'Expert Indépendant.

M. Bruno Keller indique que l'Expert Indépendant a remis son rapport à la Société et l'invite à présenter les conclusions de son rapport au Conseil de Surveillance :

« L'Offre est proposée aux actionnaires minoritaires à un prix par action de 22,15€, strictement identique au prix de cession hors marché du bloc majoritaire d'EURAZEO devant intervenir, ce jour, préalablement.

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 5,0% par rapport au dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives, soit le cours de clôture du 21 juillet 2017, et de 6,2% et 6,8% par rapport aux cours de bourse moyens respectivement 1 mois et 3 mois à cette même date, sans que le cours de bourse n'ait jamais atteint le prix d'Offre au cours des 12 derniers mois précédant l'annonce.

Il présente également une prime de 5,7% par rapport à l'ANR Triple net EPRA publié au 30 juin 2017, étant précisé que cet ANR prend en compte le prix de cession du Patrimoine Cédé, qui fait l'objet d'un rapport distinct de notre part dans lequel nous concluons à son caractère équitable, et étant observé que cette cession participe au processus global permettant d'offrir la liquidité à l'ensemble des actionnaires.

Il s'établit au-dessus des fourchettes de valeurs issues des comparables boursiers et des transactions comparables.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 22,15€ par action est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires d'ANF IMMOBILIER. »

Le Conseil de Surveillance prend acte des conclusions de l'Expert Indépendant selon lesquelles le prix offert aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre Publique présente un caractère équitable.

M. Bruno Keller rappelle que les membres indépendants du Conseil de Surveillance, réunis en collège, ont suivi les travaux de l'Expert Indépendant. Il invite les membres indépendants du Conseil de Surveillance à faire part de leurs observations.

Monsieur Alain Lemaire rappelle que le collège des membres indépendants s'est réuni à plusieurs reprises pour suivre l'évolution de l'opération en s'appuyant notamment sur les travaux du comité d'audit. Il a en outre entendu les experts immobiliers indépendants en charge de l'évaluation périodique du patrimoine de la Société, les commissaires aux comptes de la Société et a pu prendre connaissance des travaux de l'Expert Indépendant qu'il a rencontré à plusieurs reprises.

A l'issue de ces travaux, le collège des membres indépendants a constaté que :

- le prix par action offert aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre Publique est identique à celui payé par Icade à Eurazeo pour l'Acquisition du Bloc ;*
- l'Expert Indépendant confirme que le prix d'offre de 22,15 € par action offert par ICADE est équitable pour les actionnaires de la Société auxquels elle offre une liquidité facultative immédiate et une prime de 5% par rapport au dernier cours de bourse*

précédant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives, et de respectivement +6,3% et +10,2% par rapport aux moyennes un mois et trois mois des cours pondérée par les volumes arrêtées au 21 juillet 2017 (corrigé du dividende détaché le 6 juin 2017) ;

- Icade a déclaré qu'elle ne procédera pas à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre Publique ;*
- compte tenu de la dépréciation du patrimoine marseillais de la Société, due à plusieurs facteurs, notamment le contexte de sur-offre commerciale qui touche en particulier la rue de la République, mais également des facteurs généraux (difficulté du commerce sur le plan national, évolution des taux), il n'existe pas de stratégie alternative qui serait plus créatrice de valeur pour la Société et ses actionnaires minoritaires ;*
- l'Expert Indépendant est d'avis que le prix de cession du patrimoine marseillais est équitable pour la Société après avoir notamment relevé que les valeurs historiques d'expertise de ce patrimoine ne sont pas pertinentes dès lors qu'elles résultent d'un travail de valorisation normé et récurrent dans le cadre des obligations de publication de la Société et ne constituent pas une évaluation globale du périmètre dont la cession est envisagée.*

Au regard de ces éléments, le collège des membres indépendants émet un avis favorable sur l'Offre Publique.

Le Conseil de Surveillance prend acte des observations de ses membres indépendants.

Enfin, le Conseil de Surveillance examine les conséquences de l'Offre Publique pour les salariés de la Société et, dans ce cadre, constate que :

- le projet de note d'information établi par Icade indique que « [l]’Offre s’inscrit dans une logique de poursuite de l’activité et du développement de la Société et sera sans incidence sur le statut individuel et collectif du personnel d’ANF. Icade envisage d’appliquer le statut de l’UES Icade aux personnels d’ANF courant 2018. L’Intégration des équipes d’ANF au sein du groupe de l’Initiateur fera l’objet d’une réflexion menée après la clôture de l’Offre. Les modalités d’intégration organisationnelle et opérationnelle envisagées à l’égard de l’ensemble du personnel d’ANF seront soumises le moment venu à l’information consultation préalable des IRP concernées. » ;*
- le comité d'entreprise de la Société a émis un avis favorable sur l'ensemble de l'opération le 21 septembre 2017 ; et*
- Icade offrira un mécanisme de liquidité aux bénéficiaires d'options d'achat d'actions et d'actions gratuites satisfaisant à certaines conditions décrites dans le projet de note d'information établi par Icade.*

Le Conseil de Surveillance note enfin que son avis s'inscrit dans le cadre d'une offre publique d'achat obligatoire simplifiée sans retrait obligatoire à l'issue de cette offre.

A l'issue de cet exposé, les débats sont ouverts.

Après débat, au vu des éléments qui précèdent, le Conseil de Surveillance, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, considère que l'Offre Publique est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires à qui elle offre une liquidité qu'ils sont libres d'accepter, et de ses salariés, et, en conséquence, émet un avis favorable sur l'Offre Publique et recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre Publique.

Considérant que les actions auto-détenues ont pour objet de permettre à la Société d'honorer ses engagements au titre de ses plans d'attribution d'options d'achat d'actions et d'actions gratuites, le Conseil de Surveillance décide de ne pas apporter à l'Offre Publique les actions auto-détenues par la Société, soit 865 611 actions représentant 4,55 % du capital et 4,21 % des droits de vote de la Société au 30 septembre 2017 sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques publié par la Société le 4 octobre 2017.

En conséquence de ce qui précède, le Conseil de Surveillance décide, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés :

- d'approuver le projet de note en réponse de la Société qui lui a été présenté et de donner tous pouvoirs au Président du Directoire qui sera en fonction au moment du dépôt, avec faculté de délégation, pour le finaliser et le déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers ;*
- de donner tous pouvoirs au Président du Directoire, qui sera en fonction au moment du dépôt, avec faculté de délégation, à l'effet (i) de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers le document intitulé « Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société », (ii) de signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre Publique et (iii) plus généralement, de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre Publique. »*

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR L'OFFRE

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance de la Société a désigné à l'unanimité, dans une décision adoptée le 17 mai 2017, le cabinet Finexsi en qualité d'expert indépendant aux fins d'émettre un avis sur les conditions et modalités financières de l'Offre.

Le rapport du cabinet Finexsi sur l'Offre, en date du 23 octobre 2017, au vu duquel le Conseil de Surveillance a émis son avis motivé sur l'Offre, est reproduit en annexe de la présente Note en Réponse.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Après avoir adopté à l'unanimité l'avis motivé favorable sur l'Offre reproduit à la section 2 de la présente Note en Réponse, les membres du Conseil de Surveillance et les censeurs ont indiqué, à titre personnel, leur intention d'apporter ou non leurs actions à l'Offre :

« Les membres du Conseil de Surveillance et les censeurs indiquent à titre personnel leur intention d'apporter leurs titres à l'Offre Publique :

- Bruno Keller a l'intention d'apporter ses titres à l'Offre Publique et indique que Philippe MONNIER a également l'intention d'apporter ses titres à l'Offre Publique ;*

- *Alain Lemaire a l'intention de conserver ses titres compte tenu de ce qu'il est amené à rester membre du Conseil de Surveillance ;*
- *Patrick Sayer a l'intention d'apporter ses titres à l'Offre Publique ;*
- *Philippe Audouin a l'intention d'apporter ses titres à l'Offre Publique ;*
- *Sébastien Pezet a l'intention de conserver ses titres compte tenu de ce qu'il est amené à rester membre du Conseil de Surveillance ;*
- *Marie-Pierre Soury a l'intention d'apporter ses titres à l'Offre Publique ;*
- *Marie-Hélène Sartorius a l'intention d'apporter ses titres à l'Offre Publique ;*
- *Jean-Pierre Richardson a l'intention d'apporter ses titres à l'Offre Publique ;*
- *Sébastien Didier a l'intention de conserver ses titres compte tenu de ce qu'il est amené à rester membre du Conseil de Surveillance ;*
- *Isabelle Xoual a l'intention de conserver ses titres compte tenu de ce qu'elle est amenée à rester membre du Conseil de Surveillance ; et*
- *Sabine Roux de Bézieux a l'intention de conserver ses titres, compte tenu de ce qu'elle est amenée à rester membre du Conseil de Surveillance. »*

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

Conformément aux stipulations du Protocole ANF Immobilier-Icade et du Contrat de Cession d'Actions, le Conseil de Surveillance a, lors de sa séance du 23 octobre 2017, décidé que les actions auto-détenues par la Société, soit 866.311 actions représentant 4,56 % du capital et 4,53 % des droits de vote de la Société sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques au 23 octobre 2017 (à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la perte de 1.436.172 droits de vote double attaché à certaines actions cédées par Eurazeo) publié par la Société le 24 octobre 2017, ne seront pas apportées à l'Offre.

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

A l'exception des éléments décrits à la section 1.4 de la présente Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

7. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure du capital de la Société

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société, d'un montant de 19.009.271 euros, est divisé en 19.009.271 actions d'une valeur nominale d'un euro chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

A la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle intervenue le 23 octobre 2017 et de l'Acquisition du Bloc Minoritaire intervenue le 13 novembre 2017 et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théoriques ¹²
Icade	10 816 181	56,90 %	10 816 181	56,61 %
Generali Vie	792 891	4,17 %	792 891	4,15 %
CNP Assurances	786 781	4,14 %	786 781	4,12 %
SGC Perpac	772 818	4,07 %	772 818	4,05 %
CARDIF Assurance Vie	373 576	1,97 %	373 576	1,96 %
Principaux actionnaires	13 542 247	71,24 %	13 542 247	70,88 %
Auto-détention	866 311	4,56 %	866 311	4,53 %
Public	4 600 713	24,20 %	4 696 550	24,58 %
Total	19 009 271	100,00 %	19 105 108	100,00 %

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

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Outre les obligations légales et réglementaires de déclaration en cas de franchissement de seuils, les Statuts de la Société prévoient une obligation de déclaration en cas de franchissement de seuils statutaires.

En application de l'article 8 des Statuts de la Société, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir, directement ou indirectement, au sens des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, une fraction du capital ou des droits de vote égale ou supérieure à un pour cent doit, lorsqu'elle franchit ce seuil ou chaque fois qu'elle augmente sa participation, en capital ou en droits de vote, d'un pour cent au moins du capital ou du total des droits de vote, porter à la connaissance de la Société les informations prévues au I de l'article L. 233-7 du Code de commerce, notamment le nombre total d'actions, de droits de vote, de titres donnant accès à terme aux actions à émettre et les droits de vote qui y seront attachés qu'elle détient. Cette information doit être adressée à la Société au plus tard avant la clôture des négociations du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement du seuil de participation.

L'obligation de déclaration est applicable de la même façon à tout franchissement à la baisse d'un seuil d'un pour cent.

¹² Conformément à l'article 233-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théorique est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

En cas de non-respect des dispositions de l'article 8, sur demande consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale d'un ou plusieurs actionnaires détenant cinq pour cent au moins du capital de la Société, les actions ou les droits de vote non déclarés dans le délai prescrit sont privés du droit de vote dans toute assemblée d'actionnaires qui se tient jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date d'une déclaration de régularisation.

7.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

Néant.

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

Néant.

7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Non applicable.

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la date de la présente Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires qui peut entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire sont prévues aux articles 17 et 18 des statuts de la Société.

En application de l'article 17 des statuts de la Société, la Société est dirigée par un Directoire composé de deux à sept membres nommés par le Conseil de Surveillance.

Les membres du Directoire sont nécessairement des personnes physiques. Ils peuvent être choisis en dehors des actionnaires de la Société ; ils ne peuvent pas être choisis parmi les membres du Conseil de Surveillance. La limite d'âge pour exercer la fonction de membre du Directoire est fixée à soixante-huit ans. Tout membre du Directoire qui atteint cet âge est réputé démissionnaire d'office. Les membres du Directoire sont toujours rééligibles.

Les membres du Directoire sont nommés pour une durée de quatre ans. En cas de vacance d'un siège, le Conseil de Surveillance nomme le remplaçant pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Tout membre du Directoire est révocable, soit par le Conseil de Surveillance, soit par l'assemblée générale sur proposition du Conseil de Surveillance. Si la révocation est décidée sans juste motif, elle peut donner lieu à dommages-intérêts.

Le Conseil de Surveillance confère à l'un des membres du Directoire la qualité de Président du Directoire. Le Président du Directoire exerce ses fonctions pendant la durée de son mandat de membre du Directoire. Le Conseil de Surveillance peut également conférer à un ou plusieurs membres du Directoire la qualité de Directeur Général. Les fonctions de Président du Directoire et, le cas échéant, de Directeur Général, attribuées aux membres du Directoire, peuvent leur être retirées à tout moment par le Conseil de Surveillance.

7.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Les règles applicables à la modification des statuts de la Société sont celles prévues par la loi et les règlements en vigueur.

7.8 Pouvoirs du Directoire, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions

Conformément aux articles 17 et 20 des statuts de la Société, le Directoire dirige la Société et est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la Société, dans la limite de l'objet social, et sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi et les statuts de la Société aux assemblées d'actionnaires et au Conseil de Surveillance.

L'article 19 des statuts de la Société prévoit que les délibérations du Directoire ne sont valables que si la moitié au moins de ses membres sont présents. Les décisions sont prises à la majorité des voix des membres présents ou représentés. En cas de partage des voix, celle du président de séance est prépondérante.

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les règlements en vigueur et par les statuts de la Société, le Directoire dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat d'action, dont le détail est précisé ci-après :

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé
11 mai 2016 (résolution n° 15)	Autorisation d'augmenter le capital social par incorporation de réserves, de bénéfices ou de primes d'émission, de fusion ou d'apport	26 mois (11/07/2018)	25.000.000 € ⁽¹⁾	Néant
11 mai 2016 (résolution n° 16)	Autorisation d'émettre des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme, au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	26 mois (11/07/2018)	9.500.000 € ⁽²⁾	Néant
11 mai 2016 (résolution n° 17)	Autorisation d'émettre des actions	26 mois (11/07/2018)	3.800.000 € ⁽²⁾	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé
	et/ou des valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme, au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription et offre au public, ou dans le cadre d'une offre publique comportant une composante d'échange			
11 mai 2016 (résolution n° 18)	Autorisation d'émettre des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme, au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre d'une offre visée au II de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier	26 mois (11/07/2018)	10 % du capital social de la Société tel qu'existant à la date de l'opération par période de douze mois ⁽²⁾	Néant
11 mai 2016 (résolution n° 19)	Autorisation de fixer librement le prix d'émission en cas d'émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme au capital, sans droit préférentiel de souscription, dans la limite de 10 % du capital social	26 mois (11/07/2018)	10 % du capital social de la Société tel qu'existant à la date de l'opération par période de douze mois (avec une décote maximale de 5%) ⁽²⁾	Néant
11 mai 2016 (résolution n° 20)	Augmentation du nombre d'actions, titres ou valeurs mobilières à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription des	26 mois (11/07/2018)	15 % de l'émission initiale ⁽²⁾	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé
	actionnaires			
11 mai 2016 (résolution n° 21)	Autorisation d'émettre des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme, au capital en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société	26 mois (11/07/2018)	10% du capital social de la Société au moment de l'émission ⁽²⁾	Néant
11 mai 2016 (résolution n° 23)	Autorisation d'émettre des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme, au capital réservées aux adhérents d'un PEE	26 mois (11/07/2018)	100.000 €	Néant
11 mai 2016 (résolution n° 24)	Autorisation de procéder à des attributions gratuites d'actions au profit des salariés ou mandataires sociaux de la Société ou des sociétés liées	38 mois (11/07/2019)	2 % du capital social de la Société au jour de la décision du Directoire	Décisions prises par le Directoire au cours de sa réunion du 23 mai 2016
10 mai 2017 (résolution n° 17)	Rachat d'action (dans le cadre du programme de rachat par la Société de ses propres actions)	18 mois (10/11/2018)	10% du capital social de la Société à la date de réalisation des achats Montant maximum de 76.037.080 euros Prix maximum de rachat de 40 euros	Néant
10 mai 2017 (résolution n° 18)	Réduction de capital par annulation d'actions	26 mois (10/07/2018)	10% du capital social de la Société par période de 24 mois	Néant

⁽¹⁾ Plafond autonome

⁽²⁾ Plafond nominal global d'augmentation de capital de 25.000.000 € pour les émissions d'actions autorisées par les 16^{ème}, 17^{ème}, 18^{ème}, 19^{ème}, 20^{ème} et 21^{ème} résolutions de l'assemblée générale mixte du 11 mai 2016 (22^{ème} résolution).

7.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

La plupart des contrats de financement auxquels la Société est partie stipulent des clauses d'exigibilité anticipée en cas de changement de contrôle de la Société. La Société a d'ores et déjà obtenu des

établissements prêteurs, sans frais, une renonciation expresse à se prévaloir de l'exigibilité anticipée de la dette correspondante au titre du changement de contrôle de la Société causé par l'Acquisition du Bloc de Contrôle. En outre, l'Initiateur a d'ores et déjà pris les mesures nécessaires afin de permettre à la Société de continuer à bénéficier des financements nécessaires à la suite du changement de contrôle de la Société causé par l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Les autres accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société sont les suivants :

- le pacte d'associés conclu entre la Société, Predica (par l'intermédiaire d'une filiale) et DCB International le 23 décembre 2014 pour l'acquisition du siège social d'Areva à Lyon : Predica bénéficie d'une option de vente de sa participation en cas de changement de contrôle de la Société ;
- le pacte d'associés conclu entre la Société, Predica et DCB International le 17 avril 2015 pour l'acquisition et le redéveloppement de l'ancien siège social et la construction et la location du nouveau siège social d'Adecco à Lyon : Predica bénéficie d'une option de vente de sa participation en cas de changement de contrôle de la Société ;
- la convention d'assistance et de prestation de services conclue entre la Société et Eurazeo le 16 mars 2015 : cette convention a été résiliée de plein droit, sans indemnité de part et d'autre, en raison du changement de contrôle de la Société causé par l'Acquisition du Bloc de Contrôle ;
- la convention de sous-location partielle portant sur le siège social de la Société conclue entre la Société et Eurazeo le 2 janvier 2016 : cette convention a été résiliée, sous réserve d'un préavis de trois mois, à la suite du changement de contrôle de la Société causé par l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du Directoire ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

Il est rappelé que le Conseil de Surveillance a, le 23 octobre 2017, mis fin aux fonctions de membre et Président du Directoire de M. Renaud Haberkorn.

M. Renaud Haberkorn bénéficiera de l'indemnité de départ (égale à 150 % de la rémunération brute annuelle, soit 18 mois de salaire) dont le principe, autorisé par le Conseil de Surveillance le 3 mars 2015 à l'occasion de sa nomination, a été confirmé par le Conseil de Surveillance le 8 mars 2017 à l'occasion du renouvellement de ses fonctions et approuvé par l'assemblée générale des actionnaires de la Société le 10 mai 2017. Le Conseil de Surveillance a en effet, le 23 octobre 2017, sur avis favorable du Comité des Rémunérations et de Sélection, (i) constaté que la condition liée au départ de M. Renaud Haberkorn était remplie, (ii) constaté l'atteinte des conditions de performance définies par le Conseil de Surveillance le 8 mars 2017 et (iii) entériné le versement d'une indemnité de départ brute, en application de la formule autorisée par l'assemblée générale des actionnaires de la société du 10 mai 2017, s'élevant à 1.000.950

euros correspondant à 150 % de la rémunération annuelle brute versée à M. Renaud Haberkorn l'année précédant la cessation de ses fonctions.

Le Conseil de Surveillance a également, le 23 octobre 2017, sur avis favorable du Comité des Rémunérations et de Sélection et après avoir constaté le niveau de réalisation des conditions de performance applicables, approuvé le versement à M. Renaud Haberkorn de sa rémunération variable annuelle au *pro rata* de sa présence effective au sein de la Société au cours de cette année, soit un montant brut de 137.275 euros. Le versement effectif, conformément aux dispositions légales applicables (en particulier les dispositions issues de la loi dite « Sapin II »), demeure toutefois soumis au vote positif « *ex post* » de l'assemblée générale annuelle de la Société statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2017 et devant intervenir en 2018.

Enfin, le Conseil de Surveillance, sur avis favorable du Comité des Rémunérations et de Sélection, a, le 23 octobre 2017, octroyé à Mme Ghislaine Seguin, salariée de la Société et membre du Directoire, une prime exceptionnelle¹³ d'un montant de 150.000 € brut à raison du travail fourni au quotidien et de son implication sans faille afin de voir aboutir les opérations. Le paiement de cette prime exceptionnelle reste conditionné (i) au fait que Mme Ghislaine Seguin ne soit pas démissionnaire à la plus proche des deux dates suivantes : (a) le règlement-livraison de l'Offre et (b) le 23 décembre 2017, et (ii) conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables (en particulier les dispositions issues de la loi dite « Sapin II »), au vote positif « *ex post* » de l'assemblée générale annuelle de la Société statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2017 et devant intervenir en 2018.

Conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables, l'indemnité de départ, la rémunération variable annuelle *pro rata temporis* et le traitement des actions gratuites et des options d'achat d'actions de M. Renaud Haberkorn et la prime exceptionnelle de Mme Ghislaine Seguin ont fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 24 octobre 2017 consultable sur le site Internet de la Société (www.anf-immobilier.com).

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS » RELATIF AUX CARACTERISTIQUES, NOTAMMENT JURIDIQUES, FINANCIERES ET COMPTABLES, DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société sera déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il sera disponible sur le site Internet de la Société (www.anf-immobilier.com) et sur le site Internet de l'AMF (<http://www.amf-france.org>). Il sera également tenu à la disposition du public sans frais au siège social d'ANF Immobilier (1, rue Georges Berger, 75017 Paris) et pourra être obtenu sans frais par toute personne qui en fera la demande. Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

¹³ Tous les salariés de la Société se sont vus octroyer des primes exceptionnelles à raison des opérations. Il est précisé que M. Renaud Haberkorn, Président du Directoire, n'a pas bénéficié de prime exceptionnelle à ce titre.

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Emmanuelle Baboulin
Présidente du Directoire

ANNEXE
RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR L'OFFRE



FINEXSI



ATTESTATION D'EQUITE

Offre publique d'achat simplifiée initiée par la société
ICADE visant les actions de la société ANF IMMOBILIER

23 octobre 2017



Sommaire

Glossaire	5
1 Présentation de l'Offre	7
1.1 Sociétés concernées par l'Offre.....	7
1.1.1 Présentation de la société initiatrice.....	7
1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre	7
1.1.3 Capital et droits de votes d'ANF Immobilier.....	7
1.2 Contexte de l'offre	8
1.2.1 Motifs de l'offre	8
1.2.2 Acquisition d'un bloc majoritaire.....	8
1.2.3 Autres accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	9
1.3 Intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois	9
1.3.1 Politique industrielle, commerciale et financière	9
1.3.2 Orientations en matière d'emploi.....	9
1.3.3 Politique de distribution de dividendes.....	10
1.3.4 Avantages de l'Offre pour la Société, l'Initiateur et leurs actionnaires – Synergies envisagées.....	10
1.3.5 Fusion et intégration	11
1.3.6 Retrait obligatoire - Maintien de l'admission des actions ANF aux négociations sur le marché règlement d'Euronext à Paris	11
1.4 Caractéristique de l'offre.....	11
1.4.1 Termes de l'Offre	11
1.4.2 Nombre et nature des actions visées par l'Offre	11
2 Déclaration d'indépendance	14
3 Diligences effectuées.....	14
4 Présentation de la société ANF Immobilier et de son activité.....	16
4.1 ANF Immobilier.....	16
4.2 Patrimoine Conservé	18
4.3 Perspectives de marché	20
4.3.1 Le marché locatif de bureaux à Lyon - Villeurbanne.....	20
4.3.2 Le marché locatif de bureaux à Marseille	21
4.3.3 Le marché locatif de bureaux à Bordeaux	22
4.3.4 Le marché locatif de bureaux à Toulouse.....	22
4.4 Performances historiques.....	23
4.4.1 Structure financière	23



4.4.2	Compte de résultat EPRA	24
4.4.3	ANR EPRA et ANR Triple Net EPRA.....	25
4.4.4	Résultat net récurrent EPRA (Cash-flow récurrent).....	27
5	Evaluation des actions de la société ANF Immobilier après cession du Patrimoine Cédé.....	28
5.1	Données structurantes	28
5.1.1	Référentiel comptable et présentation	28
5.1.2	Structure du capital et nombre d'actions.....	28
5.2	Méthodes d'évaluation écartées pour l'évaluation d'ANF Immobilier.....	30
5.2.1	Actif net comptable consolidé.....	30
5.2.2	La méthode du rendement (capitalisation du dividende)	30
5.2.3	L'actualisation des flux futurs de trésorerie.....	30
5.3	Méthodes d'évaluation retenues pour l'évaluation d'ANF Immobilier	30
5.3.1	Référence au cours de bourse d'ANF Immobilier	31
5.3.2	Référence à l'ANR publié	32
5.3.3	Cession du Bloc.....	32
5.3.4	Comparables boursiers	32
5.3.5	Transactions comparables	33
5.3.6	Objectifs de cours de bourse des analystes (à titre secondaire).....	33
5.4	Mise en œuvre de la valorisation de la société ANF Immobilier	33
5.4.1	Référence au cours de bourse d'ANF Immobilier	33
5.4.2	L'Actif Net Réévalué (ANR) d'ANF Immobilier.....	35
5.4.3	La cession du Bloc	36
5.4.4	Méthode des comparables boursiers	37
5.4.5	Transactions comparables	40
5.4.6	Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)	42
6	Accords connexes	43
6.1	Contrat de liquidité.....	43
6.2	Garantie spécifique accordée par Eurazeo	43



7	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les établissements présentateurs	43
7.1	Choix des critères d'évaluation.....	43
7.2	Mise en œuvre des différents critères	45
7.2.1	Données financières.....	45
7.2.2	Référence au cours de bourse d'ANF Immobilier	45
7.2.3	Référence à l'ANR publié d'ANF Immobilier	45
7.2.4	Cession du bloc	45
7.2.5	Multiples boursiers de sociétés cotées comparables.....	45
7.2.6	Multiples observés sur les transactions portant sur des sociétés comparables.....	46
7.2.7	Objectifs de cours des analystes financiers.....	47
8	Synthèse de nos travaux d'évaluation et conclusion	48
8.1	Synthèse de nos travaux	48
8.2	Conclusion.....	48
	Liste des Annexes	50
	Annexe 1 : Présentation du cabinet Finexsi et détails de son intervention.....	51
	Annexe 2 : Attestation d'équité de Finexsi sur le projet de cession d'actifs d'ANF Immobilier à la société Primonial REIM.....	56



Glossaire

ANR (Actif net réévalué) : l'ANR est une méthode de valorisation patrimoniale. Il s'agit d'une estimation de la valeur des capitaux propres qui consiste à évaluer séparément chacun des différents actifs et engagements de l'entreprise pour en faire la somme algébrique. Il peut exister plusieurs types d'ANR (en fonction de valeurs d'usage ou de valeurs liquidatives, par exemple).

ANR EPRA (EPRA NAV) ou ANR EPRA simple net : l'ANR EPRA mesure la juste valeur de l'actif net d'une société foncière, avant prise en compte de l'impôt sur les plus-values latentes, des droits et frais de cession des actifs, de la juste valeur de la dette et de la juste valeur des instruments financiers. L'objectif de l'ANR EPRA est de donner une indication de la valeur de la société dans une perspective long terme.

ANR EPRA Triple Net (EPRA NNAV) : l'ANR EPRA Triple Net correspond à l'ANR EPRA après prise en compte des impôts sur plus-values latentes, des droits et frais de cession des actifs et de la juste valeur de la dette et des instruments financiers. L'ANR Triple Net permet d'appréhender une valeur à un instant donné, après avoir mis à la juste valeur l'ensemble des postes d'actifs et de passifs du bilan.

Résultat net récurrent EPRA (ou résultat net EPRA) : il s'agit du résultat net provenant des activités courantes et récurrentes. Il mesure de la performance opérationnelle d'une société d'investissement immobilière. Le résultat net récurrent EPRA exclut tous les revenus qui ne sont pas directement en relation avec les résultats de gestion courante du parc immobilier exploité, comme le changement de valeur d'un sous-jacent ou le résultat de la vente d'un bien immobilier. Le résultat net récurrent EPRA est similaire au FFO (Funds From Operations), à la différence que le résultat net récurrent EPRA est basé sur les normes comptables IFRS et le FFO est basé sur les normes comptables US-GAAP.

Taux de vacance EPRA : le taux de vacance EPRA est le rapport de la valeur locative estimée des surfaces vacantes dans des conditions de marché, sur la valeur locative estimée du total des surfaces du patrimoine immobilier mis en location. Le patrimoine en développement ou impropre à la commercialisation (à rénover ou en cours de rénovation, par exemple) n'entre donc pas dans le calcul de ce ratio.

Taux de vacance en termes de surface : le taux de vacance en termes de surface est le rapport entre le total des surfaces vacantes et total des surfaces disponibles

Taux d'occupation financier : le taux d'occupation est calculé selon la formule suivante : loyers sécurisés annualisés / (Loyers sécurisés annualisés + Loyers potentiels). Il représente donc la part des loyers quittancés sur le potentiel global de loyers du patrimoine.

Valeurs d'expertise : valeurs estimées semestriellement par les experts immobiliers de la société pour chaque bien immobilier. Ces valeurs constituent la référence des justes valeurs comptables en IFRS et servent de base à la détermination de l'ANR publié.



ANF IMMOBILIER est une Société d'Investissement Immobilier Cotée (SIIC), détenue majoritairement par EURAZEO avec 50,48% du capital, et 53,73% des droits de vote au 30 juin 2017.

ANF IMMOBILIER a engagé des discussions s'agissant des opérations distinctes et concomitantes suivantes :

- (1) d'une part, la cession d'une partie significative du patrimoine immobilier d'ANF IMMOBILIER à PRIMONIAL REIM (ci-après « Primonial »). Le périmètre dont la cession est envisagée (ci-après dénommé le « Patrimoine Cédé »), défini dans le Protocole de détournement (cf. annexe 2 de notre rapport relatif au projet de cession des actifs du Patrimoine Cédé à PRIMONIAL REIM, présenté en annexe 2) auquel il convient de se référer, recouvre principalement :
 - Le patrimoine historique marseillais d'ANF IMMOBILIER (93% du Patrimoine Cédé) constitué essentiellement d'actifs immobiliers situés rue de la République, ainsi que dans les rues adjacentes (par référence aux valeurs d'expertises, 55% des actifs du Patrimoine Cédé sont situés sur la rue de la République, et 41% aux alentours) ;
 - L'immeuble de la Banque de France à Lyon (7% du Patrimoine Cédé).
- (2) d'autre part, le rachat hors marché de la participation d'EURAZEO dans ANF IMMOBILIER (le « Bloc ») par ICADE, et à la suite du rachat de cette participation, conformément à l'obligation du nouvel actionnaire en cas de franchissement du seuil de 30% de détention du capital, le dépôt d'une offre publique d'achat aux mêmes conditions (l'« Offre »). Le rachat de la participation concerne les actifs immobiliers détenus par ANF IMMOBILIER après cession du Patrimoine Cédé (ci-après dénommé le « Patrimoine Conservé »).

La réalisation de l'opération de cession du Bloc, et donc l'Offre qui en résultera, sont conditionnées par la cession préalable du Patrimoine Cédé à PRIMONIAL REIM.

Nous avons été désignés par le Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER du 17 mai 2017 en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre :

- (i) du projet de cession du Patrimoine Cédé d'ANF IMMOBILIER à PRIMONIAL REIM conformément à la recommandation n°2015-05 de l'AMF, relative à la nomination d'un expert lors de cessions ou d'acquisitions d'actifs significatifs ;
- (ii) et de l'Offre qui suivrait le rachat hors marché de la participation d'EURAZEO dans ANF IMMOBILIER par ICADE, en application de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 de l'AMF relative à la mission de l'Expert Indépendant en cas d'offre publique.

Le présent rapport concerne notre appréciation sur le caractère équitable des modalités de l'Offre, étant précisé que notre appréciation sur le caractère équitable des modalités financières de la cession du Patrimoine Cédé a fait l'objet d'un rapport distinct de notre part (cf. Annexe 2).



1 Présentation de l'Offre

1.1 Sociétés concernées par l'Offre

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

ICADE est une société anonyme, dont le siège social est situé 27, rue Camille Desmoulins, à Issy les Moulineaux (92445).

Son capital social s'élève à 112.966.652€. La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 582 074 944.

Foncière, développeur et promoteur, ICADE est un opérateur immobilier intégré, qui conçoit des produits et des services immobiliers innovants pour répondre aux nouveaux usages et modes de vie urbains. ICADE est une société d'investissement immobilier cotée (SIIC) sur Euronext Paris. Son actionnaire de référence est le GROUPE CAISSE DES DEPOTS.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

ANF IMMOBILIER est une société anonyme, dont le siège social est situé 1 rue Georges Berger à Paris (75017).

Son capital social s'élève à 19.009.271€. La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 568 801 377.

ANF IMMOBILIER est une foncière d'investissement cotée en bourse sur Euronext Paris (compartiment B, ISIN FR0000063091), et qui a opté pour le statut SIIC en 2006. Son actionnaire principal est EURAZEO qui détient, au 31 décembre 2016, 50,48% du capital.

Une présentation plus détaillée de la société et de son activité figure en partie 4.

1.1.3 Capital et droits de votes d'ANF IMMOBILIER

Comme précisé ci-avant, la présente opération concerne l'offre publique d'achat initiée par ICADE sur les titres ANF IMMOBILIER et qui doit intervenir après le rachat du Bloc.

Actionnariat de ANF Immobilier au 30 septembre 2017

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théoriques ⁽¹⁾
Eurazeo	9 596 267	50,5%	11 032 439	53,7%
Caisse d'Épargne Provence Alpes Corse	1 219 914	6,4%	1 219 914	5,9%
Générali Vie	792 891	4,2%	792 891	3,9%
CNP Assurances	786 781	4,1%	786 781	3,8%
SGC Perpac	772 818	4,1%	772 818	3,8%
CARDIF Assurance Vie	373 576	2,0%	373 576	1,8%
Principaux actionnaires	13 542 247	71,3%	14 978 419	72,9%
Auto détention	865 611	4,6%	865 611	4,2%
<i>Dont contrat de liquidité</i>	12 559	0,1%	12 559	0,1%
Public	4 601 413	24,2%	4 697 285	22,9%
Nombre d'actions total	19 009 271	100%	20 541 315	100%

(1) Conformément à l'article 233-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théorique est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

Source: Management ANF Immobilier



1.2 Contexte de l'offre

Les informations suivantes sont issues du projet de note d'information en date du 22 octobre 2017 établie par l'initiateur.

1.2.1 Motifs de l'offre

Le projet de note d'information indique que « *L'Offre fait suite au franchissement par Icade des seuils de 30 % et de 50 % du capital social et des droits de vote de la Société, résultant de l'acquisition par Icade le [23 octobre] 2017 de 9.596.267 actions et autant de droits de vote¹ de la Société (représentant [50,48] % du capital et [50,23] % des droits de vote de la Société)² par voie d'acquisition d'un bloc hors marché (l' « **Acquisition du Bloc** ») auprès d'Eurazeo, société européenne, ayant son siège social situé 1, rue Georges Berger, 75017 Paris, immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 692 030 992 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000121121 (« **Eurazeo** ») ».*

1.2.2 Acquisition d'un bloc majoritaire

« *ANF a signé le 20 juillet 2017 avec Primonial REIM (« Primonial ») un protocole de négociations exclusives (le « Protocole de Détourage ») en vue de la cession à Primonial d'un portefeuille d'actifs résidentiels et commerciaux à Marseille et à Lyon (le « Patrimoine Détouré »).*

Icade a ensuite signé le 22 juillet 2017 des protocoles de négociations exclusives avec Eurazeo et ANF en vue de l'acquisition de la participation majoritaire en capital et en droits de vote d'ANF détenue par Eurazeo (correspondant à 50,48 % du capital et 53,73 % des droits de vote d'ANF à cette date).

La réalisation de l'Acquisition du Bloc par Icade était conditionnée notamment à la signature par ANF et Primonial d'une promesse synallagmatique de vente portant sur la cession du portefeuille précité.

Les signatures de ces protocoles de négociations exclusives ont fait l'objet d'un communiqué de presse de la part d'Icade le 24 juillet 2017 précisant les principaux termes de l'opération envisagée, en particulier le prix d'acquisition proposé pour le bloc d'actions détenues par Eurazeo de 22,15 euros par action. Icade a également annoncé qu'à la suite de l'Acquisition du Bloc, elle déposerait, conformément à la réglementation, une offre publique d'acquisition, au même prix par action que celui payé dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, visant les actions de la Société. »

« *Le 10 octobre 2017, Icade et Eurazeo ont conclu un contrat de cession d'actions portant sur l'Acquisition du Bloc par Icade (le « Contrat de Cession d'Actions »). Eurazeo a pris l'engagement, au titre du Contrat de Cession d'Actions, d'indemniser ANF, sous certaines conditions, des éventuelles pertes qui pourraient être subies par la Société dans le cadre de certains litiges identifiés dans ledit contrat. »*

¹ Suite à la perte de 1.436.172 droits de vote double attachés à certaines des actions cédées par EURAZEO.

² Sur la base d'un nombre total de [19.009.271] actions ANF représentant [20.541.315] droits de vote en application de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF, tel que publié par la Société le 4 octobre 2017, et suite à la perte de 1.436.172 droits de vote double attachés à certaines des actions cédées par EURAZEO.



Le même jour, la Société et l'Initiateur ont conclu un avenant au protocole de négociations exclusives conclu entre ANF et Icade dont l'objet principal était de permettre à la Société de verser une prime exceptionnelle à l'ensemble des salariés de la Société (en ce compris Mme Ghislaine Seguin, salariée de la Société et membre du Directoire) au titre de l'opération, conformément à une demande de la délégation unique du personnel de la Société.

Les conditions suspensives stipulées dans le Contrat de Cession d'Actions ayant été levées (en ce compris la signature par ANF et Primonial de deux promesses synallagmatiques de vente portant sur la cession du Patrimoine Détouré le [23] octobre 2017), Icade a, le [23 octobre] 2017, acquis auprès d'Eurazeo 9.596.267 actions représentant autant de droits de vote de la Société au moyen d'une acquisition de bloc d'actions hors marché au prix de 22,15 euros par action et détient au résultat de cette acquisition [50,48] % du capital et [50,23] % des droits de vote de la Société³.»

1.2.3 Autres accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

« Exception faite de ce qui est indiqué à la section 1 du Projet de Note d'Information [qui concerne la présentation générale de l'Offre], l'Initiateur n'a pas connaissance d'un quelconque accord et n'est pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre. »

1.3 Intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois

1.3.1 Politique industrielle, commerciale et financière

« Icade, en ligne avec son plan stratégique annoncé en 2015 de diversification de son portefeuille visant à investir à autour de 5% de son portefeuille de bureaux sur le segment des bureaux dans les grandes métropoles régionales, peut, grâce à cette acquisition, accélérer l'atteinte de ses objectifs annoncés pour fin 2019. L'acquisition d'ANF a été rendue possible par la signature préalable d'une promesse synallagmatique de vente entre ANF et Primonial portant sur le portefeuille « Héritage », des actifs de logement n'entrant pas dans la stratégie d'investissement d'Icade. L'acquisition réalisée par Icade porte donc sur ANF recentrée sur son portefeuille tertiaire.

Icade n'entend pas modifier significativement la stratégie immobilière d'ANF sur son portefeuille « Core », et entend poursuivre la mise en œuvre du pipeline de développement initié par les équipes d'ANF, en capitalisant sur les projets et compétences existants.

Icade entend néanmoins aligner la politique financière d'ANF sur la sienne, particulièrement sur le niveau d'endettement en visant un ratio de dette sur valeur des actifs (LTV) en ligne avec celui d'Icade. »

1.3.2 Orientations en matière d'emploi

« L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et sera sans incidence sur le statut individuel et collectif du personnel d'ANF.

³ Sur la base du nombre d'actions et de droits de vote de la Société au 30 septembre 2017 publié par la Société le 4 octobre 2017 et suite à la perte de 1.436.172 droits de vote double attachés à certaines des actions cédées par Eurazeo, soit 19.009.271 actions représentant 19.105.143 droits de vote théoriques (i.e., droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF).



Icade envisage d'appliquer le statut de l'UES Icade aux personnels d'ANF courant 2018. L'intégration des équipes d'ANF au sein du groupe de l'Initiateur fera l'objet d'une réflexion menée après la clôture de l'Offre. Les modalités d'intégration organisationnelle et opérationnelle envisagées à l'égard de l'ensemble du personnel d'ANF seront soumises le moment venu à l'information consultation préalable des IRP concernées. »

1.3.3 Politique de distribution de dividendes

« A l'issue de l'Offre, la politique de dividendes d'ANF continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités et obligations distributives, de la situation financière et des besoins financiers d'ANF et de ses filiales. »

1.3.4 Avantages de l'Offre pour la Société, l'Initiateur et leurs actionnaires – Synergies envisagées

1.3.4.1 Intérêt de l'opération pour la Société et ses actionnaires

« L'Offre donne aux actionnaires d'ANF l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate pour tout ou partie de leurs actions au même prix que celui offert à Eurazeo pour l'Acquisition du Bloc, soit 22,15 euros par action, représentant une prime de 5,0 % par rapport au cours de clôture de l'action ANF le 21 juillet 2017 et une prime de respectivement 11,4 % et 13,1 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes des trois et six mois précédant l'annonce de l'Offre.

Comme indiqué dans la section 3 du Projet de Note d'Information, le prix proposé offre une prime au regard des cours de bourse mais aussi en application de tous les critères de valorisation considérés.

Cette opération permettra en outre à la Société de s'adosser à l'une des principales sociétés foncières françaises cotées et de bénéficier de la capacité financière de cette dernière. »

1.3.4.2 Intérêt de l'opération pour l'Initiateur et ses actionnaires

« Le patrimoine d'ANF, post cession des actifs résidentiels et commerciaux faisant l'objet du Protocole de Détournement, est d'une valeur au 30 juin 2017 de 457 M€ en part du groupe (614 M€ à 100%). Le rendement sur le Patrimoine Conservé s'établit à 5,8 %⁴. Cette opération s'inscrit dans le plan stratégique 2016-2019 d'Icade ; elle répond aux objectifs de diversification du portefeuille et de développement dans les principales métropoles régionales (objectif d'environ 5% du patrimoine en région). Le patrimoine d'Icade passerait ainsi de 9,9 Mds€ à 10,3 Mds€ en part du groupe (HD)⁵, avec un pôle bureaux de 4,6 Mds€ en part du groupe. L'opération permet de plus à Icade d'accéder au pipeline de développement d'ANF d'une valeur à terme de 194 M€ (en part du groupe). Le rendement de ces projets de développement ressort sur la base des prévisions établies, à 6,7 %⁶. »

⁴ Revenu bruts/ valeurs hors droits au 30 juin 2017, ratio calculé sur les immeubles hors projets en développements.

⁵ Sur la base des valeurs d'expertise au 30 juin 2017.

⁶ Loyers potentiels bruts / (valeur d'expertise au 31 décembre 2016 + capex restant à décaisser sur le projet).



1.3.5 Fusion et intégration

« L'Initiateur pourrait envisager de procéder à une fusion-absorption d'ANF par Icade dans le courant de l'exercice 2018. Dans une telle hypothèse, le projet de fusion serait soumis le moment venu à l'information consultation préalable des IRP concernées, aux assemblées générales d'actionnaires d'Icade et d'ANF ainsi qu'à l'AMF. La parité de fusion serait arrêtée sur la base des critères de valorisation usuels et des conditions économiques qui prévaudraient au moment où le principe d'une éventuelle fusion serait décidé. »

1.3.6 Retrait obligatoire - Maintien de l'admission des actions ANF aux négociations sur le marché règlement d'Euronext à Paris

« L'Initiateur ne mettra pas en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société prévue aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF dans les trois mois qui suivent la clôture de l'Offre.

L'Initiateur se réserve la possibilité de procéder à des achats d'actions de la Société. »

1.4 Caractéristique de l'offre

1.4.1 Termes de l'Offre

« Le [•] 2017, les Banques Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée, en application de l'article 233-1 2° du règlement général de l'AMF. L'AMF publiera un avis de dépôt concernant l'Offre sur son site internet (www.amf-france.org).

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Seule Natixis garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires d'ANF toutes les actions de la Société visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre, au prix de 22,15 euros par action, pendant une période de quinze (15) jours de négociation. »

1.4.2 Nombre et nature des actions visées par l'Offre

« A la date du Projet de Note d'Information, le nombre total d'actions existantes de la Société est, à la connaissance de l'Initiateur, de 19.009.271 actions.

Comme indiqué dans la section 1 du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient, à la date du Projet de Note d'Information, 9.596.267 actions et autant de droits de vote de la Société, représentant [50,48] % du capital social et [50,23] % des droits de vote de la Société⁷.

⁷ Sur la base du nombre d'actions et de droits de vote de la Société au 30 septembre 2017 publié par la Société le 4 octobre 2017 et suite à la perte de 1.436.172 droits de vote double attachés à certaines des actions cédées par Eurazeo, soit 19.009.271 actions représentant 19.105.143 droits de vote théoriques (i.e., droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF).



Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur à la date du dépôt du projet d'Offre, à l'exception des actions auto-détenues (que la Société a décidé le [23 octobre 2017] de ne pas apporter à l'Offre) autres que les [824.077]⁸ actions auto-détenues susceptibles d'être remises en cas d'exercice des Options d'Achat d'Actions (tel que ce terme est défini à la section 2.3.2 du Projet de Note d'Information) ou d'acquisition définitive d'Actions Gratuites (tel que ce terme est défini à la section 2.3.1 du Projet de Note d'Information) attribuées par ANF. »

« Les Actions Gratuites au titre du Plan 2014 ne seront disponibles qu'à compter du 16 mars 2019 ne peuvent donc pas être apportées à l'Offre (les « **Actions Gratuites Non Disponibles (Plans 2014)** »), sous réserve des cas de levée des indisponibilités en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause de décès ou d'invalidité de l'attributaire).

Les Actions Gratuites attribuées dans le cadre du Plan 2015 ne seront acquises et disponibles, sous réserve des conditions de présence et de performance, qu'à compter du 23 mai 2019 et ne peuvent donc pas être apportées à l'Offre (les « **Actions Gratuites Non Acquises (Plan 2015)** », ensembles avec les Actions Gratuites Non Disponibles (Plan 2014), les « **Actions Gratuites Non Acquises ou Non Disponibles (Plans 2014 – 2015)** »), sous réserve des cas d'acquisition anticipée en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause de décès ou d'invalidité de l'attributaire). »

« Parmi ces actions, [702.225] actions ont été ou sont susceptibles d'être remises en cas d'exercice d'Options d'Achat d'Actions (« **Options d'Achat d'Actions (Plans 2007 à 2012)** ») et ne sont pas indisponibles juridiquement ou fiscalement. Elles peuvent donc être apportées à l'Offre.

Au contraire, les actions acquises ou susceptibles d'être acquises en cas d'exercice des Options d'Achat d'Actions autres que les Options d'Achat d'Actions (Plans 2007 à 2012) (les « Options d'Achat d'Actions (**Plans 2013 - 2014)** ») ne peuvent pas être apportées à l'Offre, parce ces actions seront indisponibles juridiquement ou fiscalement à la date de clôture de l'Offre (sauf en cas de licenciement, mise à la retraite, invalidité de 2ème ou 3ème catégorie ou décès). »

« L'Initiateur a offert aux attributaires d'Actions Gratuites Non Acquises ou Non Disponibles (Plans 2014 – 2015) et d'Options d'Achat d'Actions (Plans 2013 – 2014) attribuées par ANF le bénéfice d'un mécanisme de liquidité dans la mesure où ces Actions Gratuites et Options d'Achat d'Actions ne pourront pas être apportées à l'Offre, ainsi qu'aux attributaires d'Options d'Achat d'Actions au titre des Plans 2008 et 2011 qui ne pourront apporter leur titres à l'Offre que dans des conditions de traitement fiscal ou social dégradé (« **Bénéficiaires des Plans de SO 2008 et 2011** »).

Ainsi, il a été proposé à ces titulaires d'Actions Gratuites et d'Options d'Achat d'Actions de conclure avec l'Initiateur un contrat de liquidité (le « **Contrat de Liquidité** »).

⁸ Représentant, à la connaissance de l'Initiateur, [4,33] % du capital de la Société, sur la base du nombre d'actions de la Société au 30 septembre 2017 publié par la Société le 4 octobre 2017. [Nous comprenons que ce nombre sera définitivement déterminé à l'issue de l'appréciation des conditions de performance pour les plans d'AGA 2015 et de SO 2013 et 2014, arrêtées au cours du conseil de surveillance du 23 octobre 2017, après la remise au Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER du présent rapport]



Aux termes de ce Contrat de Liquidité, Icade s'engage irrévocablement, si le marché des actions de la Société n'était pas suffisamment liquide, en cas de (i) radiation de la cote des actions de la Société, ou de (ii) détention par Icade de plus de 90 % des actions de la Société, à acheter les actions ANF reçues par les bénéficiaires desdits plans d'attribution d'Actions Gratuites et les bénéficiaires desdites Options d'Achat d'Actions après exercice de leurs Options d'Achat d'Actions, à tout moment au cours d'une période de six (6) mois suivant, pour les Actions Gratuites, la fin de la période d'acquisition ou de la période de conservation des actions, et, pour les Options d'Achat d'Actions, la fin de la période d'acquisition ou de la période d'indisponibilité juridique ou fiscale, selon le cas (la « Période de Liquidité »), et les bénéficiaires desdits plans d'attribution d'Actions Gratuites et desdites Options d'Achat d'Actions s'engagent irrévocablement à vendre les actions ANF reçues, à tout moment au cours d'une période de deux (2) mois suivant la fin de la Période de Liquidité.

Le prix d'achat sera déterminé sur la base du prix proposé dans le cadre de l'Offre ajusté de la variation (en euro), positive ou négative, entre (i) le montant du dernier actif net réévalué de la Société par action publié avant le dépôt de l'Offre (i.e. 21,96 euros au 30 juin 2017) et (ii) le montant du dernier actif net réévalué [(à périmètre constant)] [note : à confirmer par Icade] de la Société par action disponible lors de la notification de l'option de vente ou d'achat, selon le cas. »



2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER, ainsi que ses associés,

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3 Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe 1.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte, ainsi que les modalités de l'Offre ;
- Analyser l'activité de la société ANF IMMOBILIER et ses comptes avec le management ;
- S'agissant d'une opération concernant des sociétés d'investissement immobilier, mandater, afin de nous assister dans le cadre de notre mission, un collège d'experts immobiliers composé de :
 - Monsieur PHILIPPE MALAQUIN, Chatered Surveyor, et expert immobilier agréé par la Cour de Cassation,
 - Monsieur CLAUDE LOBJOIE, FRICS Registered Valuer, et expert immobilier près la Cour d'appel de Paris.
- Examiner les dernières notes émises par les analystes qui suivent la valeur ANF IMMOBILIER ;
- Procéder à l'évaluation multicritères de la société ANF IMMOBILIER et à des analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- Prendre en compte, dans notre appréciation, des conséquences de la cession du Patrimoine Cédé ;
- La prise de connaissance des travaux d'évaluation conduits par la banque conseil d'ICADE ;



- L'analyse des éventuels accords et opérations connexes, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix, et en particulier :
 - o les accords conclus avec ICADE dans le cadre de la cession du Bloc,
 - o la promesse synallagmatique de vente entre ANF IMMOBILIER et PRIMONIAL REIM portant sur une part significative du patrimoine immobilier d'ANF IMMOBILIER, dont l'appréciation du caractère équitable des modalités financières a fait l'objet d'un rapport distinct de notre part (cf. Annexe 2).
- Faire une revue critique du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre ;
- Préparer une attestation d'équité exposant les travaux de l'Expert Indépendant, l'évaluation des actions d'ANF IMMOBILIER et son opinion sur le caractère équitable du prix offert.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) préparées par la société ANF IMMOBILIER au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la société ANF IMMOBILIER tant pour appréhender le contexte de la Cession que pour comprendre la situation financière actuelle et les perspectives d'activité d'ANF IMMOBILIER.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données financières et avons mandaté un collègue d'experts immobiliers pour les évaluations relevant de leur compétence.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.



4 Présentation de la société ANF IMMOBILIER et de son activité

4.1 ANF IMMOBILIER

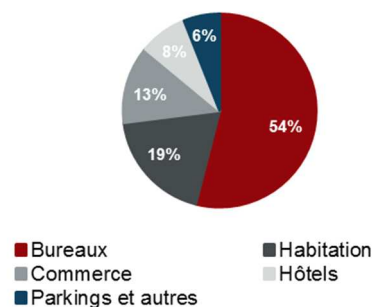
ANF IMMOBILIER est une foncière d'investissement cotée en bourse sur Euronext Paris (compartiment B, ISIN FR0000063091) et qui a opté pour le statut SIIC (présenté au §5.1.3.) en 2006. Son actionnaire principal est EURAZEO qui détient, au 31 décembre 2016, 50,48% du capital. La foncière fait partie de l'indice EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA⁹).

À fin 2016, le patrimoine bâti de la Société est évalué à 1,1 milliard d'euros auquel s'ajoute un volume de projets restant à réaliser de près de 0,2 milliard d'€. Les revenus tertiaires de la Société représentent à présent 84% de ses revenus totaux, et les revenus d'habitation les 16% restant.

ANF IMMOBILIER détient un total de 382.000m² réparti en 291.000m² de patrimoine bâti et 91.000m² de projets en cours de développement ou de redéveloppement (ces chiffres ne prennent pas en compte les parkings).

Les actifs détenus sont diversifiés et composés de bureaux, logements, commerces, hôtels et parkings représentant respectivement 54%, 19%, 13%, 8% et 6% des surfaces.

Répartition des surfaces par typologies d'actifs au 31/12/2016



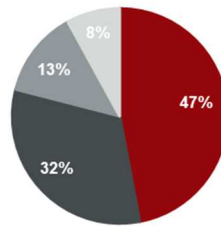
Source: DDR 2016

Les actifs sont localisés en province, principalement dans les villes de Marseille (47% des surfaces), Lyon (32%), et Bordeaux (13%). La société a également acquis au cours du premier semestre 2017 un immeuble situé à Toulouse.

⁹ L'EPRA est une association représentant les entreprises de l'immobilier, dont le rôle est de promouvoir, développer et représenter les entreprises cotées du secteur immobilier au niveau européen. L'objectif de l'EPRA est de favoriser l'établissement de rapports cohérents au sein du secteur immobilier tant sur les informations financières qu'extra-financières.



Répartition des surfaces par ville au
31/12/2016



■ Marseille ■ Lyon ■ Bordeaux ■ Hôtels

Source: DDR 2016

ANF IMMOBILIER dissocie son patrimoine en deux catégories distinctes :

- **Le patrimoine dit « Héritage »** (43% de la valeur du portefeuille sur la base de la valeur d'expertise du patrimoine au 31 décembre 2016, totalisant 133.000m²) rassemble les actifs historiques, de type haussmannien. Ils sont diversifiés en termes de typologie d'actifs avec généralement un mélange de commerces, bureaux et logements au sein des immeubles. Ce périmètre est caractérisé par des baux d'une durée généralement courte, un rendement net EPRA de 3,2%¹⁰ et une vacance élevée à 15,3%¹¹. La catégorie Héritage est principalement constituée d'actifs immobiliers situés sur et aux alentours de la rue de la République, artère qui relie le Vieux-Port à la Place de la Joliette à Marseille.
- **Le patrimoine dit « Core »** (57% de la valeur du portefeuille sur la base de la valeur d'expertise du patrimoine au 31 décembre 2016, totalisant 249.000m²) rassemble les immeubles neufs ou restructurés, tertiaires, et plus généralement tous les actifs de typologie bureaux. Cette catégorie se caractérise par une durée ferme généralement longue des baux, un rendement net EPRA élevé de 5,7% et une vacance faible de 4,9%.

Par un communiqué de presse du 24 juillet 2017, ANF IMMOBILIER a annoncé avoir signé deux protocoles de négociation exclusive :

- « L'un avec ICADE concernant le projet d'ICADE d'acquérir ANF IMMOBILIER par l'acquisition du bloc majoritaire détenu par EURAZEO suivi d'une offre publique d'achat obligatoire à un prix par action de 22,15 euros [Patrimoine Conservé], EURAZEO et ICADE ayant par ailleurs signé un protocole de négociation exclusive pour la cession du bloc majoritaire à ces conditions ;
- l'autre avec PRIMONIAL REIM concernant le projet de PRIMONIAL REIM d'acquérir en bloc , dans le cadre de la gestion de ses fonds, la quasi-intégralité du portefeuille immobilier « Héritage » d'ANF IMMOBILIER à usage mixte situé principalement à Marseille (le « Patrimoine Héritage ») et un immeuble de commerces situé à Lyon, pour un prix de 400.422.696 euros [le Patrimoine Cédé]. »

¹⁰ Source : Document de référence 2016 ANF IMMOBILIER.

¹¹ Il s'agit ici de la vacance EPRA, publiée dans le document de référence 2016 ANF IMMOBILIER, calculée sur la base des seuls biens en location et qui s'avère nettement inférieure à la vacance mesurée sur l'ensemble du patrimoine, comme nous y reviendrons.



Le communiqué précise également que « les deux projets sont indissociables, en ce que l'acquisition par ICADE du bloc majoritaire détenu par EURAZEO dans ANF, représentant 50,48% du capital et 53,73% des droits de vote d'ANF IMMOBILIER, serait conditionnée à la signature d'une promesse synallagmatique de vente sur le Patrimoine Héritage, la signature de la promesse ne devant intervenir qu'après la signature du contrat d'acquisition du bloc majoritaire détenu par EURAZEO ».

Le présent rapport concerne l'appréciation du prix offert par ICADE. Dès lors que l'Offre se trouve conditionnée par la cession préalable du Patrimoine Cédé, qui a été actée dans les comptes au 30 juin 2017, en présentant ces actifs en tant qu'« immeubles destinés à la vente » (cf. §4.4.1 « Structure financière »), les analyses qui suivent tiennent compte de cette cession.

Nous vous renvoyons à notre rapport sur le projet de cession des actifs du Patrimoine Cédé (présenté en annexe 2) pour toute information complémentaire sur le Patrimoine Cédé.

4.2 Patrimoine Conservé

Le Patrimoine Conservé représente 57% du patrimoine d'ANF IMMOBILIER au 30 juin 2017 sur la base des valeurs d'expertise de la société.

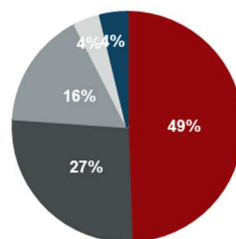
Le Patrimoine Conservé est principalement constitué d'actifs appartenant au patrimoine « Core » du groupe ANF IMMOBILIER (à hauteur de 99,7%).

En complément, il comprend trois actifs « Héritage » :

- à Lyon : le 57 Passage de l'Argue, et les 1,2 et 3 rue de la République ;
- à Marseille : le 1 rue de Suez.

Le Patrimoine Conservé est principalement constitué d'actifs situés à Lyon (49%), à Marseille (27%), Bordeaux (16%), et Toulouse (4%).

Patrimoine Conservé - Répartition géographique en valeur au 30/06/2017



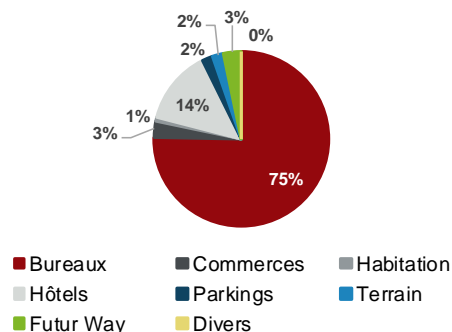
■ Lyon ■ Marseille ■ Bordeaux ■ Toulouse ■ Autres

Source: Etat locatif de la société au 30/06/2017



Le Patrimoine Conservé est composé principalement d'immeubles récents. Il s'agit principalement d'immeubles de bureaux (75% du patrimoine en valeur) et d'Hôtels (14% du patrimoine en valeur).

Répartition par type d'actif du Patrimoine Conservé au 30/06/2017



Source: Etat locatif de la société au 30/06/2017

Les principales caractéristiques du Patrimoine Conservé sont les suivantes :

Patrimoine Conservé

M€	Valeur d'expertise société 30/06/2017 ⁽¹⁾	Contr %	Surface (en m ²)	Vacance ⁽²⁾	Loyers constatés (en M€)	Rendements bruts ⁽³⁾
Bureaux	462,2	75%	175 194	18%	25,7	5,6%
Commerces	18,3	3%	5 266	46%	0,8	4,3%
Habitats	4,5	1%	1 752	46%	0,1	2,1%
Hôtels	83,8	14%	n/c	n/c	5,0	6,0%
Parkings	12,4	2%	2	0%	0,3	2,5%
Terrain	12,5	2%	n/c	n/c	-	n/c
Futur Way	20,2	3%	n/c	n/c	-	n/c
Divers	0,1	0%	5 246	5%	0,0	1,4%
Total	613,9	100%	187 460	19%	32,0	5,2%

(1) Valeur des actifs déterminée par les experts immobiliers d'ANF Immobilier (JLL / BNP / CBRE) au 30/06/2017

(2) En terme de surface (surface vacante/ total surface)

(3) Loyers constatés au 30/06/2017 / valeur d'expertise de la société au 30/06/2017

Source: Etat locatif de la société au 30/06/2017

Les actifs composant le Patrimoine Conservé ont un taux de vacance en termes de surface¹² de 19%¹³. Etant principalement composé d'actifs « Core », le rendement net EPRA du Patrimoine Conservé est proche du niveau affiché par l'ensemble de ce type d'actif chez ANF IMMOBILIER soit 5,7% (Cf §4.1).

¹² Taux de vacance : surface vacante/ surface totale

¹³ Le taux de vacance, en termes de surface, n'est pas un indicateur pertinent pour un patrimoine en développement du fait de la mise sur le marché de nouveaux projets dont la surface n'est pas immédiatement entièrement louée.



L'évolution historique des loyers se présente comme suit :

Patrimoine Conservé	
M€	Loyers constatés
30/06/2017	32,0
31/12/2016	31,6
31/12/2015	36,2

Source: Etat locatif de la société au 31/12/2015, 31/12/2016 et 30/06/2017

La diminution des loyers depuis le 31 décembre 2015 (36,2M€ au 31/12/2015 contre 31,6M€ au 31/12/2016 et 32M€ au 30/06/2017) s'explique principalement par la cession, en fin d'année 2015, de l'îlot dit « TAT » (constitué par les immeubles derrière les immeubles du Printemps de Lyon) dont le loyer annuel s'élevait à 3M€.

4.3 Perspectives de marché

Au 30 juin 2017, ANF IMMOBILIER dispose d'actifs dans plusieurs métropoles de province. Historiquement implantée à Lyon et Marseille, ANF IMMOBILIER s'est développée à Bordeaux depuis 2013 et à Toulouse en 2017.

Les analyses présentées ci-après ressortent des travaux des experts immobiliers mandatés par nos soins et d'études de place.

4.3.1 Le marché locatif de bureaux à Lyon - Villeurbanne

Avec notamment le quartier de la Part-Dieu, second pôle tertiaire français après Paris-La Défense, la métropole Lyonnaise dispose d'un marché locatif de bureaux dynamique. Sur l'année 2016, 290.511m² de bureaux ont été placés à Lyon, en hausse de 7% par rapport à 2015, dont 49% de neuf.

2016 a été une année record et confirme la tendance observée ces dernières années. Le marché a été porté par l'ancien dans ces secteurs : Part-Dieu, Villeurbanne et Gerland. L'offre de vente étant faible, la demande de bureaux se rabat sur la location, qui est majoritaire (70%). Les transactions de surfaces de plus de 1.000m² ont été nombreuses (56 contre 39 en 2015) mais celles de plus de 5.000m² sont en baisse (7 contre 12 en 2015).

Les valeurs locatives sont en augmentation depuis 2012, le loyer moyen est de 182€/m². Le loyer moyen de seconde main est de 166€/m² et le loyer moyen neuf de 203€/m². Le loyer prime s'élève à 295€/m². Pour Villeurbanne en particulier, le loyer moyen est de 144€/m² et les loyers varient entre 112€/m² et 184€/m² (source : FNAIM (bilan année 2016)).



En matière d'investissement, Lyon demeure le marché régional le plus dynamique avec 592M€ investis en 2016 principalement à Gerland, Vaise, Grand Lyon Nord-Ouest et Part-Dieu. Le taux prime¹⁴ observé est de 4,8%. Au 1^{er} trimestre de 2017 le taux prime à encore subi une compression pour atteindre 3,95% à la Part-Dieu. Et ce, malgré la hausse des OAT à 0,963% fin mars 2017.

L'offre devrait continuer de croître dans les prochaines années avec la reconstruction de la gare Part-Dieu, le développement du quartier Carré de Soie, en périphérie lyonnaise, la réhabilitation du quartier de Gerland et enfin Confluence où la phase 2 des travaux va être lancée pour offrir à terme plus de 900.000m² de planchers construits.

4.3.2 Le marché locatif de bureaux à Marseille

Sur la commune de Marseille, le marché immobilier d'entreprise se sépare entre les traditionnelles zones de « Centre-ville », le nouveau quartier d'affaires « Euroméditerranée », le Nord, le Sud, l'Est et la périphérie qui comprend les satellites d'Aubagne, La Ciotat et Vitrolles/Marignane.

Euroméditerranée reste le secteur « phare » de l'immobilier de bureaux à Marseille. Ce quartier d'affaires se compose d'immeubles de grand gabarit avec le centre commercial régional « Les Terrasses du Port » à ses portes.

L'offre future se stabilise à Marseille, et plus spécifiquement à Euroméditerranée, qui verra plusieurs livraisons d'importance à partir de 2018 : deux immeubles du site « Le Castel », la Tour « La Marseillaise » et l'opération « Cap Horizon » de Nexity Ywood à Vitrolles.

A Marseille, les bureaux de petite taille (de surface comprise entre 0 et 250 m² utile) représentent 75% du marché des transactions de bureaux. Le recul des grandes transactions se confirme en 2016, avec une baisse de 75% en 2 ans.

Les valeurs moyennes à l'acquisition sur le secteur du centre-ville de Marseille en 2016 sont de 2.200€/2.700€/HD/m² pour des bureaux neufs ou restructurés et de 1.800€/1.900€/HD/m² pour les bureaux de seconde main.

Les loyers des bureaux neufs restent stables sur le secteur intra-muros de Marseille. Les loyers des bureaux de seconde main restent quant à eux stables, mais avec un risque de légère baisse du fait du niveau de disponibilité et de la pression de l'offre neuve.

Les fourchettes de loyers en 2016 sur le secteur du centre-ville de Marseille sont de 275€/m²/an HT pour les bureaux neufs/restructurés et de 170€/m²/an HT pour des bureaux de seconde main.

¹⁴ Ratio exprimé en % entre les loyers charges comprises et le prix d'acquisition HT de l'actif. Rentabilité la plus basse observée au cours d'une période donnée, après élimination des valeurs aberrantes



4.3.3 Le marché locatif de bureaux à Bordeaux

Le premier semestre 2016 confirme la croissance constatée ces dernières années sur le marché locatif de bureaux à Bordeaux. La plupart des transactions se réalisent sur deux territoires : Bordeaux centre (49%) et Mérignac (27%). Avec 50.500m² de bureaux placés au premier semestre 2016 (soit une hausse de 13% par rapport à l'année précédente), l'atterrissage 2016 devrait se faire aux alentours de 100.00m²¹⁵.

Contrairement à d'autres villes comme Lyon ou Marseille, l'offre de bureaux neufs est insuffisante, hormis sur le secteur des Bassins à Flot. Ce sont surtout sur les actifs anciens que l'offre est la plus élevée (environ 30% de l'offre de bureaux). Ces bureaux devront faire l'objet de réhabilitation ou de destruction dans les années qui viennent. À noter également, une pénurie de l'offre de bureaux à louer sur Bordeaux Centre, un équilibre à Pessac et une sur-offre à Mérignac.

Avec 28 M€ investis en bureaux au S1 2016, le marché de l'investissement à Bordeaux est stable par rapport au S1 2015. Deux transactions supérieures à 10M€ marquent ce semestre : l'acquisition de l'immeuble Perspective par le groupe Camacte pour 13M€, ainsi que l'achat par Keys Asset Management de l'immeuble le G5 pour 10M€.

Le taux de rendement prime est de 5,75% au premier semestre 2016.

4.3.4 Le marché locatif de bureaux à Toulouse

Avec une hausse de m² placé de 31% (90.000m²) par rapport au 1^{er} semestre 2015¹⁶, l'année 2016 a très bien démarré sur le marché de l'immobilier de bureau toulousain.

Le 3^{ème} marché des bureaux en région profite d'une importante offre disponible à un an, 281.500m², dont 38.500m² de bureaux neufs.

Cependant, le marché de seconde main souffre d'une sur-offre, notamment sur les communes de Blagnac et de Brodelongue. Le dynamisme actuel du marché devrait contribuer à faire baisser le stock des immeubles de bureaux de seconde mains et devrait dans le même temps encourager les nouveaux investissements, notamment au centre-ville, sur la ZAC de la Cartoucherie ainsi que sur la ZAC aéroportuaire de Blagnac (qui devrait notamment profiter des nouveaux investissements de la ville en matière de transports publiques).

Avec 41M€ investis en bureaux au cours du S1 2016, le marché de l'investissement à Toulouse est en hausse de 15% par rapport au S1 2015.

A long terme, l'avenir de Toulouse devrait s'inscrire dans le centre-ville, avec le projet TESO, autour de la gare Matabiau, qui prévoit 300.000m² de bureaux à réaliser d'ici 2030.

Le taux de rendement prime est de 5,75% au premier semestre 2016.

¹⁵<https://www.bnppre.fr/actualite/marche/20161004/marche-des-bureaux-a-bordeaux-au-s1-2016-119.html>

¹⁶<https://www.bnppre.fr/actualite/marche/20161020/marche-des-bureaux-a-toulouse-au-s1-2016-125.html>

4.4 Performances historiques

4.4.1 Structure financière

ANF IMMOBILIER clôture ses comptes annuels le 31 décembre de chaque année. Les agrégats financiers ci-dessous sont établis selon les comptes semestriels au 30 juin 2017.

Les principaux agrégats financiers au 30 juin 2017 d'ANF IMMOBILIER, se présentent comme suit :

4.4.1.1 Bilan

ANF Immobilier - Bilan

M€	30/06/2017	31/12/2016	Variation	31/12/2015
Immeubles de placement	612,3	1 066,0	(453,7)	1 078,5
Immeubles d'exploitation	1,5	1,5	(0,0)	1,6
Autres immobilisations	3,8	4,2	(0,4)	4,8
Immobilisations financières	3,1	3,5	(0,4)	11,8
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	620,7	1 075,2	(454,5)	1 096,7
Créances clients et autres créances nettes	16,0	15,8	0,3	10,1
Charges constatées d'avance	1,4	0,1	1,2	0,1
Instruments financiers dérivés	0,0	-	0,0	-
Trésorerie et équivalents de trésorerie	16,3	35,1	(18,8)	23,4
TOTAL ACTIFS COURANTS	33,8	51,1	(17,3)	33,6
Immeubles destinés à la vente	400,7	0,8	399,9	19,8
TOTAL ACTIFS	1 055,1	1 127,1	(71,9)	1 150,1
CAPITAUX PROPRES PART DU GROUPE	379,4	494,2	(114,8)	514,3
Intérêts minoritaires	27,8	25,9	1,9	14,6
TOTAL CAPITAUX PROPRES	407,3	520,1	(112,8)	528,9
Dettes financières et instruments financiers dérivés	154,0	553,8	(399,7)	571,8
Autres dettes	0,2	0,1	0,1	0,1
TOTAL PASSIFS NON COURANTS	154,2	553,8	(399,6)	571,9
Fournisseurs et comptes rattachés	10,5	10,5	(0,1)	22,9
Part à court terme des dettes financières	443,0	23,3	419,7	10,9
Instruments financiers dérivés	12,5	-	12,5	-
Autres dettes	27,6	19,3	8,3	15,5
TOTAL PASSIFS COURANTS	493,6	53,1	440,5	49,3
TOTAL PASSIFS	1 055,1	1 127,1	(71,9)	1 150,1

Source: Comptes publiés au 30/06/2017, 31/12/2016 et 31/12/2015

Du fait de la cession en cours du Patrimoine Cédé, les actifs immobiliers ont été divisés en deux catégories au 30 juin 2017 en application de la norme IFRS 15¹⁷ :

- Les actifs classés dans le poste « Immeubles destinés à la vente » correspondent aux biens immobiliers du Patrimoine Cédé (voir paragraphe 5.1.). Ces actifs vont être cédés à PRIMONIAL REIM dans le cadre du protocole de vente annoncé le 24 juillet 2017.
- Les actifs classés dans le poste « Immeubles de placement » correspondent aux biens immobiliers conservés par ANF IMMOBILIER. Ces actifs correspondant au Patrimoine Conservé (présenté supra au §4.2).

¹⁷ Le principe de base de la norme IFRS 15, « Produits des activités ordinaires tirés des contrats conclus avec des clients », est de comptabiliser le produit pour décrire le transfert de biens ou de services à un client, et ce pour un montant qui reflète le paiement que l'entité s'attend à recevoir en contrepartie de ces biens ou services.

4.4.1.2 Normes EPRA

Conformément à la bonne pratique en termes de communication financières pour les sociétés immobilières (et notamment les SIIC), ANF IMMOBILIER présente son compte de résultat et ses principaux indicateurs financiers conformément aux recommandations de l'EPRA.

4.4.2 Compte de résultat EPRA

ANF Immobilier - Compte de résultat EPRA						
M€	30/06/2017	30/06/2016	Var % 06/2017 - 06/2016	31/12/2016	31/12/2015	Var % 2016 - 2015
Loyers	24,4	25,8	-5%	51,2	49,2	4%
Charges immobilières nettes	(2,6)	(2,5)	4%	(3,7)	(4,0)	-8%
EBITDA Immobilier	21,8	23,3	-6%	47,5	45,2	5%
<i>Marge</i>	<i>89,3%</i>	<i>95,5%</i>		<i>92,8%</i>	<i>91,9%</i>	
Charges de structure	(5,7)	(5,7)	0%	(9,8)	(12,2)	-20%
EBITDA	16,1	17,6	-9%	37,7	33,0	14%
<i>Marge</i>	<i>66,0%</i>	<i>72,1%</i>		<i>73,6%</i>	<i>67,1%</i>	
Résultat Financier	(7,8)	(8,3)	-6%	(16,8)	(16,9)	-1%
Amortissements	-	-	n/a	-	-	n/a
Résultat JV et de cession	-	-	n/a	-	-	n/a
Autres	0,2	0,2	0%	0,8	(0,2)	-500%
Impôts	(0,3)	0,1	-400%	(1,0)	(0,6)	67%
Impacts Minoritaires	(1,7)	(2,8)	-39%	(7,4)	(5,2)	42%
Résultat Net Récurrent (Part du groupe)	6,5	6,8	-4%	13,3	10,1	32%
<i>Marge</i>	<i>26,6%</i>	<i>27,9%</i>		<i>26,0%</i>	<i>20,5%</i>	
Ajustement frais de structure non-récurrents	0,7	-	n/a	1,4	2,6	-46%
Ajustement résultat financier	1,0	1,1	-9%	1,6	1,9	-16%
Résultat Net EPRA ajusté (Part du groupe)	8,2	7,9	4%	16,3	14,6	12%
Résultat Net EPRA (Total)	8,2	9,6	-15%	20,7	15,3	35%
Résultat Net EPRA ajusté (Total)	9,9	10,7	-7%	23,7	19,8	20%

Source: Rapport financier semestriel 30/06/2017 et DDR 2016

Au 30 juin 2017, les loyers bruts perçus par ANF IMMOBILIER s'élèvent à 24,4M€, en baisse de 5,4% par rapport au 30 juin 2016. Cette baisse est principalement due à l'impact des cessions d'hôtels et d'un immeuble de bureau, réalisées en fin d'année 2016, ainsi qu'aux départs de locataires en commerce dans la rue de la République à Marseille (Patrimoine Cédé). Cette tendance devrait être compensée par les développements en cours à partir de 2018 et par les nouvelles acquisitions dont celles de Toulouse, réalisée en mars 2017. Les loyers bruts, résultant des actifs compris dans le périmètre de l'Offre PRIMONIAL REIM (Patrimoine Cédé), annualisés à la date du 30 juin 2017, représentent un montant de 17,5M€.

L'EBITDA immobilier EPRA s'élève à 16,1M€ au 30 juin 2017 contre 17,6M€ un an auparavant, soit une baisse de 9%. La marge d'EBITDA baisse de 6 points, passant de 72% au 30 juin 2016 à 66% au 30 juin 2017. Cette baisse s'explique principalement par la diminution des revenus locatifs entre les 6 premiers mois de l'exercice 2016 et les 6 premiers mois de l'exercice 2017, pour les raisons évoquées ci-avant.



Au 1^{er} semestre 2017, le Résultat Net Récurrent reste relativement stable par rapport à l'année précédente (6,5M€ au 30 juin 2017 contre 6,8M€ au 30 juin 2016) malgré la dégradation de l'EBITDA. Cela est dû à une baisse des charges financières de 0,5M€ et une diminution de l'impact minoritaires (quote-part des minoritaires dans la variation de juste valeur des actifs immobiliers) de 1,1M€ passant ainsi de 2,8M€ au 30 juin 2016 à 1,7M€ au 30 juin 2017.

Le Résultat Net Récurrent EPRA est en légère baisse de 0,3M€ au 30 juin 2017 par rapport à l'année précédente et il s'établit à 6,5M€.

Le Résultat Net EPRA ajusté est de 8,2M€ au 30 juin 2017 contre 7,9M€ un an plus tôt, soit une hausse de 4%. Cette augmentation s'explique notamment par un produit lié à un ajustement de frais de structure non-récurrent de 0,7M€.

4.4.3 ANR EPRA et ANR Triple Net EPRA

Pour rappel, l'ANR EPRA (EPRA NAV) est déterminé sur la base de l'Actif Net Comptable, après prise en compte de :

- La plus-value latente existante sur le patrimoine immobilier de la Société, dont la valeur de marché hors droits est estimée sur la base d'expertises immobilières ;
- La valeur des actions propres détenues par la Société, celle-ci étant retraitées des capitaux propres consolidés ; à ce titre, l'ANR EPRA / action est calculé sur le nombre total d'actions en circulation, en ce comprises les actions d'autocontrôle ;
- Annulation de la juste valeur des instruments financiers.

L'ANR Triple Net EPRA quant à lui se calcule sur la base de l'ANR EPRA après :

- Prise en compte de l'impact éventuel de la juste valeur de la dette financière et des instruments financiers ;
- Annulation de la valeur des actions propres retenue pour l'ANR EPRA.

ANF Immobilier - ANR triple net EPRA

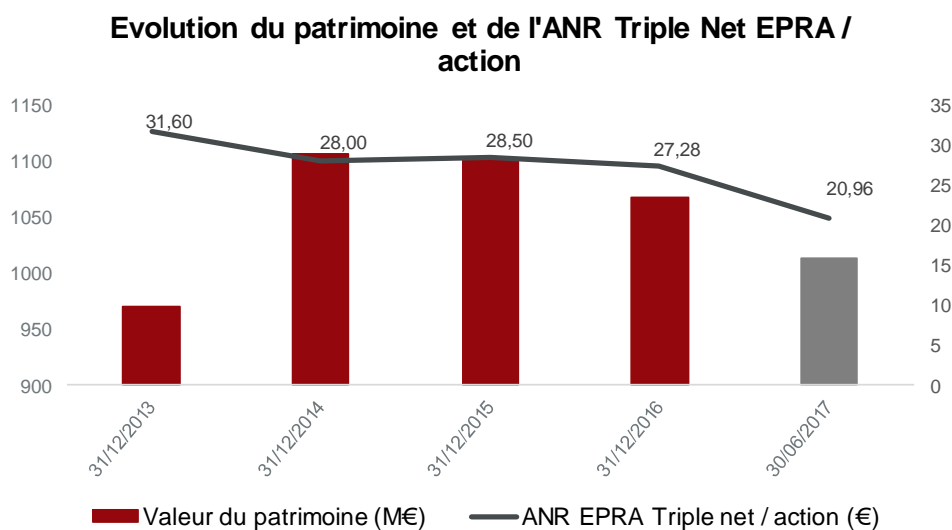
M€	30/06/2017	31/12/2016	Var. %	31/12/2015	Var. %
ANR triple net EPRA, part du groupe	380	494	-23,1%	516	-4,1%
Nombre d'actions fin de période hors autocontrôle	18 140 170	18 120 354	0,1%	18 117 584	0,0%
ANR Triple Net EPRA / Actions	20,96	27,28	-23,2%	28,45	-4,1%

Source: Rapport financier semestriel 30/06/2017 et DDR 2016

L'ANR Triple Net EPRA a baissé de 4,1% entre le 31 décembre 2015 et le 31 décembre 2016. Cela s'explique notamment par la baisse des capitaux propres de la société faisant suite à la distribution d'un dividende de 21,3M€ au cours de l'année 2016. La diminution de l'ANR Triple net EPRA entre le 31 décembre 2016 et le 30 juin 2017, soit 23,1%, s'explique notamment par (i) la distribution d'un dividende de 20,8M€ au cours du premier semestre 2017, et (ii) la perte de l'exercice en cours de -97M€, liée à la cession du Patrimoine Cédé.

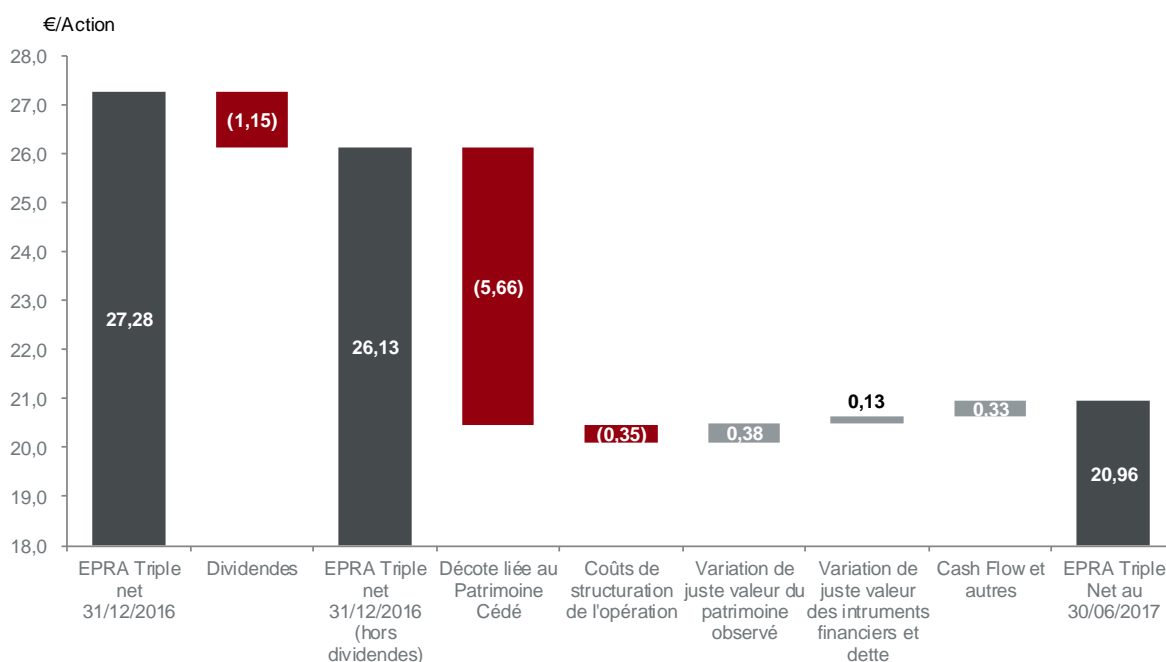


Depuis 2013, l'ANR Triple Net EPRA par action d'ANF IMMOBILIER a évolué comme suit, sous l'effet notamment de la fluctuation de la valeur du patrimoine de la Société :



Sources: DDR 2013 à 2016 et rapport semestriel au 30/06/2017

La diminution de l'ANR Triple Net EPRA de 27,30€ par action au 31/12/2016 à 20,96€ par action au 30 juin 2017 se décompose comme suit :



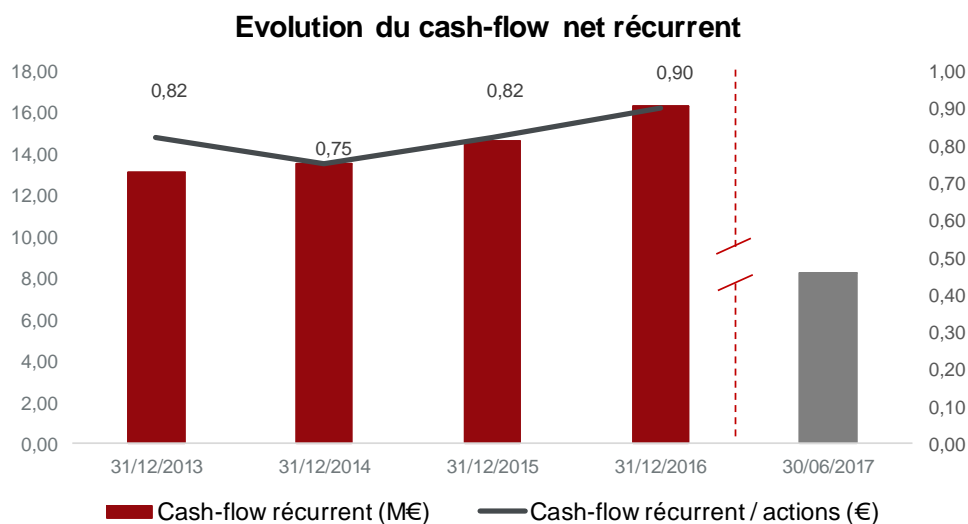
Sources: Communiqué de presse d'ANF Immobilier du 24/07/2017 et analyses Finexsi

Au 30 juin 2017, l'ANR Triple Net EPRA / action est de 20,96€ et prend notamment en compte la variation de la juste valeur du Patrimoine Cédé ajustée sur le prix de cession, soit 5,66€/action. Cette cession a fait l'objet d'un Protocole de détournement, portant sur le Patrimoine Cédé, entre ANF IMMOBILIER et PRIMONIAL REIM, dont l'appréciation du caractère équitable du prix proposé par PRIMONIAL REIM a fait l'objet d'un rapport distinct de notre part (cf. annexe 2).



4.4.4 Résultat net récurrent EPRA (Cash-flow récurrent)

Depuis 2013 le résultat net récurrent EPRA d'ANF IMMOBILIER, qui évalue la performance opérationnelle de l'entreprise a évolué comme suit :



La baisse du cash-flow net récurrent entre 2012 et 2013 s'explique principalement par la vente d'actifs à Lyon, ainsi que par la vente des 158 hôtels exploités par l'enseigne B&B vendus à un consortium mené par FONCIERE DES MURS ce qui a eu pour conséquence une baisse d'environ 50% des revenus de la Société (71,5M€ en 2012, 34,9M€ en 2013).

Entre 2014 et 2016, le cash-flow net récurrent par action a progressé de façon régulière, passant de 0,75€/action à 0,82€/action entre 2014 et 2015, puis atteignant 0,90€/action le 31/12/2016 soit une hausse de 20% sur la période. Cette augmentation du cash-flow récurrent s'explique par l'évolution du portefeuille d'actifs. En effet, ANF IMMOBILIER s'est recentré vers le tertiaire afin d'accroître la rentabilité de son patrimoine. Ainsi, la part du résidentiel dans les revenus locatifs du patrimoine d'ANF IMMOBILIER est passée de 21% à 13% entre 2013 et 2016, tandis que les revenus liés à l'immobilier de bureaux sont passés de 25% à 54% sur la même période.

Au 30 juin 2017, le cash-flow net récurrent par action est de 0,45€/action, en cohérence avec le cash-flow net récurrent de 0,90€/action atteint lors de l'exercice 2016.



5 Evaluation des actions de la société ANF IMMOBILIER après cession du Patrimoine Cédé

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société ANF IMMOBILIER exposée ci-après.

5.1 Données structurantes

5.1.1 Référentiel comptable et présentation

Les comptes consolidés du groupe ANF IMMOBILIER au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2016, de même que ses comptes semestriels au 30 juin 2017, sont établis conformément au référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne.

Les états financiers ont été préparés selon la convention du coût historique, à l'exception des immeubles de placement et de certains instruments financiers qui sont comptabilisés en juste valeur (i.e. valeurs d'expertise).

ANF IMMOBILIER fait partie de l'indice EPRA¹⁸ (EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION) et publie ses indicateurs de performance conformément aux bonnes pratiques définies par l'EPRA, ce qui permet de procéder à des comparaisons avec les autres foncières cotées sur des bases homogènes.

5.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

Le nombre d'actions total composant le capital de ANF IMMOBILIER au 30 juin 2017 s'élève à 19 009 271 d'actions. La société détenant 868 596 actions en autocontrôle au 30 juin 2017, il a été retenu comme référence pour le calcul de l'ANR Triple Net EPRA par action publié, un nombre d'actions de 18 140 170. Par souci de cohérence entre les différents critères d'évaluation examinés, nous avons retenu ce même nombre d'actions pour nos calculs.

Nous n'avons donc pas tenu compte de l'effet dilutif potentiel lié aux stock-options et plans d'attribution d'actions gratuites, étant observé que cette situation est favorable à l'actionnaire minoritaire.

¹⁸ L'indice EPRA est composé des plus grandes sociétés foncières européennes et sert notamment d'indice de référence dans le secteur immobilier.



5.1.3 Régime SIIC

La Société a opté en 2006 pour le régime fiscal des Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (« SIIC »)¹⁹ et, à ce titre, bénéficie notamment d'une exonération d'impôt sur les sociétés sur les bénéfices provenant de la location de ses immeubles et sur les plus-values résultant des cessions d'immeubles. Par conséquent, il n'a été tenu compte d'aucune fiscalité latente dans nos calculs.

5.1.4 Date d'évaluation et comptes de référence

Nos travaux d'évaluation ont été réalisés à partir de la dernière situation publiée par ANF IMMOBILIER, à savoir ses comptes semestriels au 30 juin 2017²⁰.

Pour mémoire, ces comptes tiennent compte de la cession envisagée du Patrimoine Cédé reclassé en « *Immeubles destinés à la vente* » pour son prix de cession attendu, étant rappelé que le prix de cession de ce patrimoine a fait l'objet d'une appréciation distincte de notre part dans le rapport joint en annexe dans lequel nous concluons sur le caractère équitable du prix prévu pour cette cession.

¹⁹ Le régime d'exonération est notamment subordonné au respect de conditions tenant :

- à la détention du capital : le capital ou les droits de vote ne doivent pas être détenus, directement ou indirectement à hauteur de 60% ou plus, par un ou plusieurs actionnaires agissant de concert ; la distribution des dividendes reçus des filiales ayant opté pour le régime spécial et provenant de bénéfices exonérés ou plus-values à condition qu'ils soient redistribués en totalité au cours de l'exercice suivant celui de leur perception ;

- à la distribution des bénéfices et plus-values exonérés : 95% des bénéfices issus des activités locatives sont obligatoirement distribués avant la fin de l'exercice qui suit celui de leur réalisation ; de même, 60% des plus-values de cession d'immeubles sont obligatoirement distribués avant la fin du deuxième exercice qui suit celui de leur réalisation.

²⁰ Les comptes semestriels au 30 juin 2017 ont fait l'objet d'un examen limité des commissaires aux comptes. Aucune réserve n'a été émise par le commissaire aux comptes.



5.2 Méthodes d'évaluation écartées pour l'évaluation d'ANF Immobilier

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.2.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable consolidé n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise dès lors qu'il n'intègre pas les plus-values latentes et les perspectives de développement. Toutefois, au cas d'espèce, les comptes consolidés en IFRS retiennent les immeubles du patrimoine et les projets en développement pour leur juste valeur. Pour autant, ce critère n'a pas été mis en œuvre car il aurait été redondant avec le critère de l'ANR (§ 5.4.2) examiné à titre principal.

Pour information, l'actif net comptable consolidé au 30 juin 2017 s'établit à 379,4M€ (part du groupe), soit 20,91€/action.

5.2.2 La méthode du rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode consiste à actualiser des dividendes futurs. Au cas d'espèce, l'Offre étant conditionnée à la cession du Patrimoine Cédé qui représente une part importante des actifs d'ANF IMMOBILIER et les conséquences de cette cession n'ayant pas été modélisées, il n'est pas possible d'estimer les résultats futurs *standalone* et donc la capacité distributive de la société.

Dans ce contexte, il n'est donc pas possible de mettre en œuvre ce critère.

5.2.3 L'actualisation des flux futurs de trésorerie

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires, à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise.

Les différents experts immobiliers retenant entre autres une méthode de valorisation par les flux pour valoriser les actifs immobiliers, l'application de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie serait donc redondante avec la méthode utilisée par ces derniers.

Cette méthode, peu utilisée pour les sociétés foncières, a donc été écartée.

5.3 Méthodes d'évaluation retenues pour l'évaluation d'ANF IMMOBILIER

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend :

- La référence au cours de bourse ;
- L'actif net réévalué (ANR) ;
- La référence à la cession du Bloc ;
- Les comparables boursiers ;
- Les transactions comparables ;
- Les objectifs de cours de bourse des analystes (à titre secondaire).

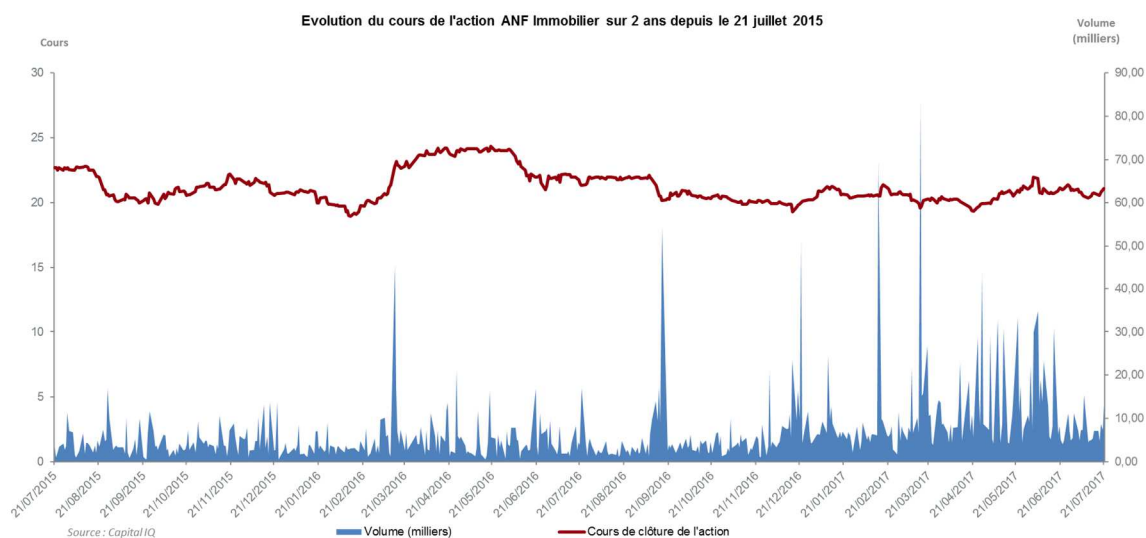


5.3.1 Référence au cours de bourse d'ANF IMMOBILIER

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées, sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisante.

Les actions de la société ANF IMMOBILIER sont cotées sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS (code ISIN FR0000063091).

Le cours de bourse de l'action ANF IMMOBILIER a évolué comme suit, sur les 24 derniers mois (antérieurs au 24/07/2017) :



La part du capital flottant ressort à 24,2% au 30 juin 2017.

Par référence au dernier cours de bourse, soit celui du lundi 21 juillet 2017, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

ANF Immobilier - Analyse du cours de bourse

CMPV calculé sur les jours calendaires	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital ⁽¹⁾		% du flottant ⁽¹⁾	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (21/7/2017)	21,09	14	14	285	285	0,07 %	0,07 %	0,21 %	0,21 %
CMPV 60 jours	20,88	11	687	239	14 348	0,06 %	3,79 %	0,18 %	10,58 %
CMPV 1 mois	20,86	7	159	151	3 318	0,04 %	0,88 %	0,11 %	2,45 %
CMPV 3 mois	20,75	12	788	251	16 345	0,07 %	4,35 %	0,19 %	12,14 %
CMPV 6 mois	20,53	12	1 467	239	30 117	0,06 %	8,10 %	0,18 %	22,60 %
CMPV 12 mois	20,55	9	2 266	181	46 553	0,05 %	12,50 %	0,15 %	38,03 %
CMPV 24 mois	21,01	7	3 463	141	72 766	0,04 %	19,11 %	0,11 %	59,14 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

Source : Capital IQ et analyse Finexsi.

S'agissant d'une SIIC générant des revenus réguliers qu'elle distribue chaque année à hauteur de plus de 95% du résultat dégagé par son activité immobilière, nous n'avons pas retraité les cours de bourse à hauteur du dividende de 1,15€/action versé le 6 juin 2017. A titre informatif, le cours



de bourse moyen 60 jours retraité du dividende se serait établi à 19,87 €/action²¹ (contre 20,88 € avant retraitement du dividende).

Lors des 24 derniers mois, 59,14% du flottant a été échangé ce qui représente une rotation du capital de 19,11%.

Au regard de ces données, la liquidité du titre ANF IMMOBILIER apparaît moyenne.

Pour autant, nous considérons que le cours de bourse de la société est une référence incontournable dans le présent contexte d'offre publique.

5.3.2 Référence à l'ANR publié

L'actif net réévalué (ANR) est une estimation de la valeur des capitaux propres d'une société résultant de la prise en compte des plus ou moins-values latentes relatives aux différents actifs et passifs de cette société.

ANF IMMOBILIER publie semestriellement son ANR au format EPRA. Nous nous sommes référés à l'ANR Triple net EPRA publié qui s'entend hors droits après fiscalité latente et mise à la juste valeur de la dette à taux fixe et des instruments financiers.

Cet agrégat fait référence en matière d'évaluation de société immobilière.

5.3.3 Cession du Bloc

Il s'agit ici de se référer aux transactions significatives intervenues récemment sur le capital d'ANF IMMOBILIER, hors marché, à savoir l'acquisition par ICADE de 50,48% des actions ordinaires (au prix unitaire de 22,15€) d'ANF IMMOBILIER auprès d'EURAZEO.

Cette transaction concerne deux parties indépendantes, porte sur le bloc de contrôle du groupe et se trouve indissociable de la présente Offre en résultant. Elle constitue donc une référence pertinente dans le cadre de la valorisation des titres d'ANF IMMOBILIER.

5.3.4 Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples, observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous avons retenu le multiple de l'ANR Triple Net EPRA qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour ces activités.

Nous avons appliqué le multiple observé sur les comparables à l'ANR Triple Net d'ANF IMMOBILIER.

²¹ Retraitement effectué pour les cours antérieurs au dit détachement de ce dividende.



5.3.5 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

Nous avons considéré les offres publiques intervenues en France sur les foncières cotées entre 2013 et ce jour.

Nous avons retenu le multiple du dernier ANR Triple Net EPRA publié extériorisé par ces offres.

En dehors des offres publiques examinées, nous n'avons pas identifié d'opération hors marché comparable et permettant la mise en œuvre de ce critère.

5.3.6 Objectifs de cours de bourse des analystes (à titre secondaire)

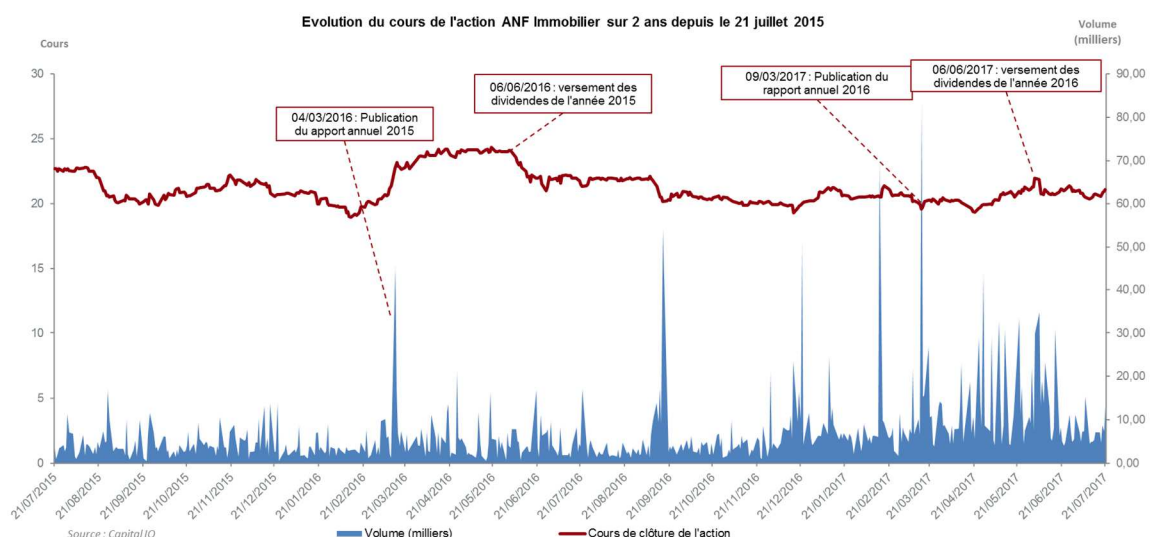
Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Les titres ANF IMMOBILIER sont suivis par quatre analystes qui publient un objectif de cours.

5.4 Mise en œuvre de la valorisation de la société ANF Immobilier

5.4.1 Référence au cours de bourse d'ANF IMMOBILIER

Le cours de bourse de l'action ANF IMMOBILIER a évolué comme suit sur les 24 derniers mois entre le 24 juillet 2015 et le 24 juillet 2017, date du communiqué de d'ANF IMMOBILIER sur le projet de prise en contrôle par ICADE accompagné d'un projet de cession du patrimoine historique marseillais à PRIMONIAL REIM :





Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 21 juillet 2017 (dernier jour de bourse avant l'annonce de l'opération) :

ANF - Analyse du cours de bourse

	Cours	Prime offerte par le prix de l'offre de 22,15 €
Cours spot au 21 juillet 2017	21,09 €	5,0%
CMPV 60 jours	20,88 €	6,1%
CMPV 1 mois	20,86 €	6,2%
CMPV 3 mois	20,75 €	6,8%
CMPV 6 mois	20,53 €	7,9%
CMPV 12 mois	20,55 €	7,8%
CMPV 24 mois	21,01 €	5,4%
Cours le plus haut sur 12 mois ⁽¹⁾	22,10 €	0,2%
Cours le plus bas sur 12 mois ⁽²⁾	19,33 €	14,6%
Cours le plus haut sur 24 mois ⁽³⁾	24,35 €	-9,0%
Cours le plus bas sur 24 mois ⁽⁴⁾	18,97 €	16,8%

Source : Capital IQ, analyse Finexsi.

*CMPV : cours moyen pondéré par les volumes.

⁽¹⁾ Le 07 septembre 2016

⁽²⁾ Le 16 décembre 2016

⁽³⁾ Le 20 mai 2016

⁽⁴⁾ Le 12 février 2016

Sur les 12 derniers mois, le cours de bourse de la société ANF IMMOBILIER a fluctué entre 19,33€ et 22,10€ par action. Le cours de bourse d'ANF IMMOBILIER n'a jamais atteint le prix de l'Offre au cours de cette période.

Il convient de noter le fait que les comptes semestriels d'ANF IMMOBILIER, qui prennent en compte la cession du Patrimoine Cédé, ont été publiés postérieurement au communiqué d'ANF IMMOBILIER sur le projet de prise de contrôle par ICADE accompagné d'un projet de cession du patrimoine historique marseillais à PRIMONIAL REIM. Les cours de bourse analysés n'intègrent donc pas l'impact de la cession du Patrimoine Cédé.

Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 5% par rapport au cours spot du 21 juillet 2017 (dernier jour de bourse avant l'annonce de l'opération – 21,09€), et des primes de respectivement 6,2% et 6,8% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois et 3 mois.



5.4.2 L'Actif Net Réévalué (ANR) d'ANF IMMOBILIER

ANR publié au 30 juin 2017

ANF Immobilier publie semestriellement son ANR sur la base de valeurs d'expertises établies par trois experts immobiliers : historiquement BNP PARIBAS REAL ESTATE et JONES LANG LASALLE et, depuis le 30 juin 2017, CBRE.

Ces valeurs d'expertises résultent, pour les biens bâtis, de la combinaison d'une approche patrimoniale par comparaison et d'une approche par capitalisation des flux futurs attendus ; et pour les projets, d'une approche par la méthode dite du bilan promoteur.

S'agissant du Patrimoine Conservé, le collège d'experts immobiliers mandaté par nos soins et dont le rapport figure en annexe de l'annexe 2 conclut de la manière suivante :

« Il nous était demandé d'effectuer un contrôle de cohérence simplifié ; au regard de l'aspect très partiel des données transmises, et, pour pouvoir garantir la teneur de nos conclusions, nous avons conduit une mission analytique comparative des variables retenues par les deux experts, avec celles que nous aurions retenues si une mission d'expertise en valeur vénale nous avait été confiée par la société ANF.

Cette analyse comparative nous permet de garantir que les valorisations délivrées sont bien conformes à l'état des différents marchés de l'investissement en matière tertiaire, dans les villes de Bordeaux, Lyon, Villeurbanne et Marseille et dans les agglomérations où se situent les actifs hôteliers évalués par la société JLL.

Elles sont également conformes aux pratiques des investisseurs intervenant dans ces compartiments de marché.

Malgré le caractère non exhaustif et incomplet des rapports des experts de la société ANF, ^[22]nous pouvons certifier les valorisations délivrées [par les experts d'ANF IMMOBILIER pour le Patrimoine Conservé]. »²³.

Dès lors que les experts immobiliers mandatés par nos soins ont certifié les valeurs d'expertise d'ANF IMMOBILIER, nous avons considéré l'ANR EPRA Triple Net publié par la Société au 30 juin 2017, soit 380M€ correspondant à une valeur de 20,96€ par action.

L'ANR Triple Net EPRA de **20,96€** au 30 Juin 2017 fait ressortir une prime de **5,7%** induite par le prix d'offre publique d'achat d'ICADE de **22,15€**

²² Soulignement par nos soins.

²³ Après échanges avec nos experts immobiliers, nous comprenons que les rapports des experts d'ANF IMMOBILIER sont établis, conformément à une pratique de place, en indiquant les principales hypothèses retenues, mais sans détailler précisément leurs calculs. Pour autant, il faut relever que les informations disponibles, complétées par celles auxquelles nos experts immobiliers ont accès, leurs sont apparues suffisantes pour permettre à de conclure et valider les valeurs obtenues par les experts d'ANF IMMOBILIER pour le Patrimoine Conservé.



ANR au 31 décembre 2016

À titre d'information, nous relevons que l'ANR publié au 31 décembre 2016 s'établissait à 494M€, soit 27,28€ par action.

Pour l'essentiel, l'écart observé entre le 31 décembre 2016 et le 30 juin 2017 résulte de la prise en compte du prix de cession du Patrimoine Cédé en substitution des valeurs d'expertise (cf. rapport sur le projet de cession d'actifs d'ANF IMMOBILIER à la société PRIMONIAL REIM en Annexe 2), et de la distribution de dividende intervenue le 6 juin 2017.

Dans le cadre de l'appréciation du prix de cession, les experts immobiliers mandatés par nos soins ont procédé à leurs propres évaluations multicritères du Patrimoine Cédé. En retenant leur fourchette de valeurs en substitution des valeurs d'expertise de la Société, l'ANR au 31 décembre 2016 se serait établi dans une fourchette comprise entre 332M€ et 417M€, soit une valeur par actions comprise dans une fourchette de 18,32€ et 23,02€, qui encadre le prix d'Offre.

5.4.3 La cession du Bloc

La transaction avec ICADE est intervenue à l'issue d'un processus compétitif au cours duquel :

- 5 acquéreurs potentiels ont été contactés (les acquéreurs potentiels étaient toutes des SIIC) ;
- 3 acquéreurs potentiels ont soumis des offres indicatives ;
- 3 acquéreurs potentiels ont soumis des offres fermes,
 - Deux offres pour les actifs « Core » :
 - Offre d'ICADE en numéraire.
 - Offre mixte (60% en titre et 40% en numéraire) d'un tiers.
 - Une offre de PRIMONIAL REIM pour les actifs « Héritage » d'ANF IMMOBILIER à usage mixte situés principalement à Marseille et un immeuble de commerce situé à Lyon.

Suite à ce processus compétitif et concernant le patrimoine « Core », l'offre d'ICADE a été retenue car mieux-disante et entièrement en numéraire.

En définitive, le prix d'acquisition par ICADE du bloc majoritaire détenu par EURAZEO correspond à une valeur unitaire de 22,15€ strictement identique au prix d'Offre.



5.4.4 Méthode des comparables boursiers

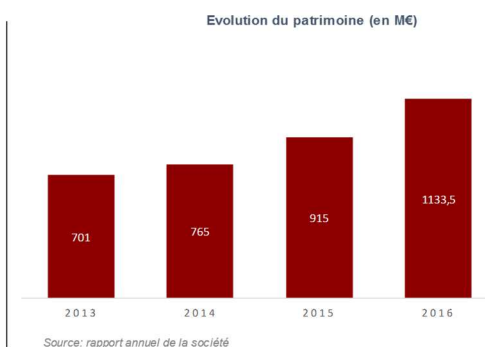
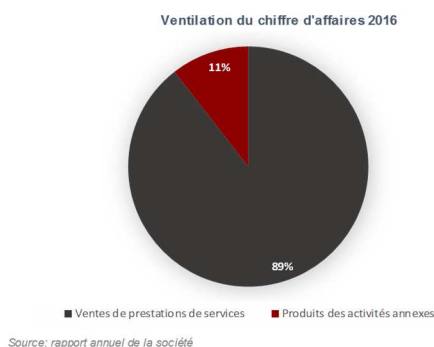
5.4.4.1 Détermination de l'échantillon de sociétés comparables

Compte tenu des spécificités de la Société ANF IMMOBILIER, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable, en particulier en matière de mix-métiers et de répartition géographique des activités.

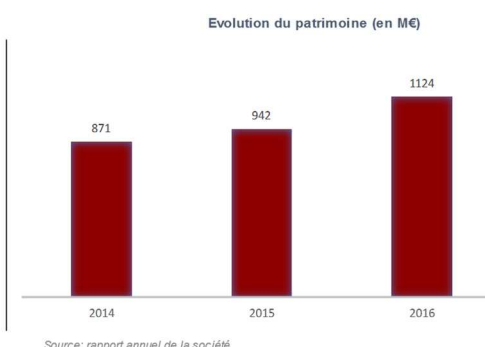
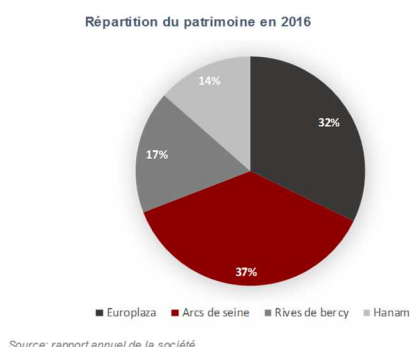
Nous avons toutefois identifié 5 sociétés dont l'activité (mix de bureaux, commerces et hôtel²⁴), et/ou la localisation géographique (présence dans les grandes villes de province), et/ou la taille ont été jugées suffisamment comparables à ceux d'ANF IMMOBILIER pour la mise en œuvre de ce critère.

- **SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL** est une foncière dont le patrimoine immobilier atteint au 31/12/2016 1,13 milliards d'euro. La part des immeubles tertiaires représente 96% en valeur et la part du patrimoine situé en Ile-de-France représente 87% de la valeur totale.

En 2016, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 20,3M€ (contre 12,2M€ en 2015). Cette augmentation découle principalement des acquisitions faites en 2015 et 2016.



- **GEGEREAL S.A.** est une SIIC spécialisée dans l'immobilier de bureaux haut de gamme au sein du Grand Paris. Son patrimoine est évalué à 1,1 milliards d'euro au 31/12/2016 pour une surface supérieure à 150.000m². En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 70M€ contre 47M€ en N-1.

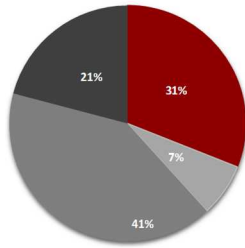


²⁴ La cession du Patrimoine Cédé devant intervenir préalablement à l'Offre, les caractéristiques retenues sont celles du Patrimoine Conservé.



- **AFFINE R.E.** est une foncière spécialisée dans l'immobilier d'entreprise. AFFINE R.E. détient en direct 43 immeubles d'une valeur de 554M€ à fin 2016, répartis sur une surface globale de 358.200m². La société est présente principalement dans les bureaux (66%) et l'immobilier commercial (23%). En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 35,4M€.

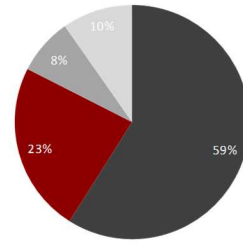
Répartition du patrimoine en valeur par zone géographique



■ Paris Métropole ■ Autre Îles-de-France ■ Autre Régions ■ Zone euro hors France

Source: rapport annuel de la société

Répartition du patrimoine en valeur par nature

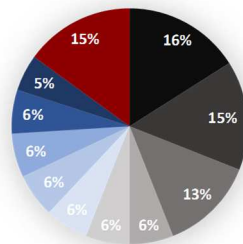


■ Bureaux ■ Commerces ■ Entrepôts et locaux d'activités ■ Autres

Source: rapport annuel de la société

- **FONCIERE INEA** : créée en mars 2005, elle est aujourd'hui présente dans 22 métropoles régionales, possède des immeubles neufs ou récents d'une valeur de 508M€ représentant une surface locative de 270.000m². En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 30,9M€.

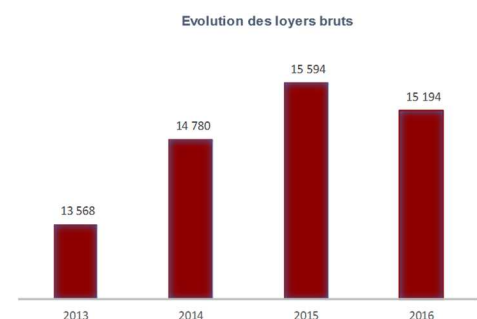
Diversification sectorielle des locataires



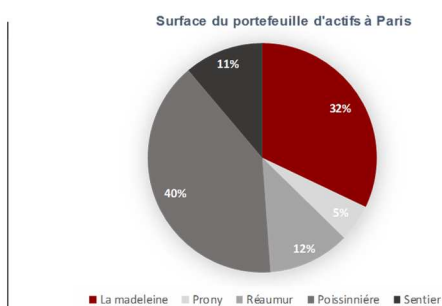
■ Commerce ■ Administration ■ Banque/Assurance
■ Logistique ■ Conseil ■ Télécommunications
■ Energie ■ Immobilier ■ Construction
■ Equipement Industriel ■ Divers

Source: rapport annuel de la société

- **SCBSM S.A.** est une foncière cotée sur le compartiment C d'EURONEXT PARIS depuis 2006. Au 31 décembre 2016, son patrimoine immobilier est estimé à plus de 319M€. SCBSM S.A. est à la fois présentes sur l'immobilier de bureaux (81%) et l'immobilier commercial (19%). Ses actifs se situent à Paris-IDF (69%) et en province (31%). En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 15M€.



Source: rapport annuel de la société



Source: rapport annuel de la société

Les 5 sociétés sélectionnées sont toutes dotées du statut de SIIC, comme ANF IMMOBILIER.

Les multiples boursiers que nous avons retenus sont fondés sur le dernier ANR Triple Net EPRA publié au 30 juin 2017 par les sociétés comparables qui extériorisent les multiples suivants :

ANF Immobilier - Comparables boursiers

Société	Capitalisation boursière (M€)	CMPV (1 mois)	ANR EPRA Triple Net/ action		Cours / ANR triple net
			17/10/2017	30/06/2017	
Société de la Tour Eiffel	696,3	56,9	57,3		0,99x
CeGeREAL SA	507,0	37,8	41,4		0,91x
Affine R.E.	164,3	16,7	23,5		0,71x
Foncière Inea	237,9	39,9	43,0		0,93x
SCBSM S.A. (*)	89,6	7,1	10,5		0,68x
Médiane					0,91x
Moyenne					0,84x

Sources: Capital IQ et Rapport semestriel 2017 des sociétés

(*) ANR EPRA/actions et ANR EPRA Triple Net de SCBSM S.A. au 31/12/2016.

Les multiples médian et moyen de respectivement 0,91x et 0,84x traduisent des décotes de respectivement 9% et 18% sur l'ANR.

Comparables boursiers

Cours/ ANR Triple NET EPRA au 30/06/2017*	Multiple médian/moyen	Agrégats ANF Immobilier	€/action	Prix de l'Offre envisagé	Prime / (Décote) offerte sur le prix d'offre
Médiane	0,91x	20,96	19,14 €	22,15 €	16%
Moyenne	0,84x	20,96	17,71 €	22,15 €	25%

* Données au 30/06/2017 après vente périmètre Patrimoine Cédé

L'application des multiples moyen et médian observés au dernier ANR EPRA Triple Net publié par ANF IMMOBILIER au 30 juin 2017 fait ressortir une valeur par action comprise entre 17,71€ et 19,14€.



Nous observons toutefois que, dans l'ANR au 30 juin 2017, une part significative des actifs correspond au Patrimoine Cédé retenu pour son prix de cession. Selon nous, il n'apparaît pas justifié d'appliquer une décote à la trésorerie exceptionnelle qui résultera du prix de cession (401M€) net du remboursement des emprunts afférents à ce patrimoine (311M€). Nous avons donc retraité la décote appliquée à cette trésorerie nette de 90M€²⁵, ce qui conduit à retenir une valeur par action légèrement supérieure comprise entre 18,95€²⁶ et 19,92€²⁷.

5.4.5 Transactions comparables

5.4.5.1 Multiples observés sur des transactions comparables

Nous avons analysé les offres publiques opérées depuis 2013 sur des SIIC françaises. Comme indiqué ci-avant, et de manière analogue à l'approche fondée sur les comparables boursiers, nous avons retenu des multiples d'ANR Triple Net EPRA.

Nous avons considéré l'échantillon constitué par les OPA et OPAS réalisées depuis 2013 sur des foncières cotées, à savoir :

- OPA de GECINA sur EUROSIC, annoncée en juin 2017 ;
- OPAS de NORTHWOOD sur CEGEREAL, annoncée en décembre 2015 ;
- OPA de FONCIERE DES REGIONS sur FONCIERE DES MURS, annoncée en mars 2015 ;
- OPA de SMABTP sur SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL, annoncée en juin 2014 ;
- OPAS de PATRIMOINE ET COMMERCE sur FONCIERE SEPRIC, annoncée en janvier 2013 ;
- OPAS de KLEPIERRE sur KLEMUR, annoncée en janvier 2013.

ANF Immobilier - Multiples observés sur des transactions comparables

Date	Cibles	Initiateur	Opération	ANR Triple Net EPRA / Actions	Prix Offre	Prix Offre/ANR
juin-17	Eurosic	Gecina	OPA	48,6	51,0	1,05x
déc-15	CeGeREAL	Northwood	OPAS	35,8	35,7	1,00x
mars-15	Foncière des Murs	Foncière des Régions	OPA	22,7	23,0	1,02x
juin-14	Société de la Tour Eiffel	SMABTP	OPA	58,1	58,0	1,00x
janv-13	Foncière Sepric	Patrimoine et Commerce	OPAS	12,2	12,0	0,98x
janv-13	Klemurs	Klepierre	OPAS	24,6	24,6	1,00x
					Médiane	1,00x
					Moyenne	1,01x

Source: Capital IQ, note d'information AMF et analyses Finexsi

²⁵ 401M€ de prix de cession du Patrimoine Cédé – 311M€ de dette financière rattachée au Patrimoine Cédé

²⁶ 17,71€/action + [90M€ de trésorerie x 25% (décothemoyenne)] / 18 140 170 actions]

²⁷ 19,14€/action + [90M€ de trésorerie x 16% (décothemédiane)] / 18 140 170 actions]



Nous n'avons pas retenu l'OPA de FOSUN sur PAREF S.A., annoncée en avril 2017, dès lors que son résultat n'est pas connu à la date du présent rapport. Nous observons toutefois qu'elle fait ressortir un multiple d'ANR de 0,84, inférieur au bas de la fourchette de multiple retenue.

Valorisation par les transactions comparables

Prix d'offre/ ANR Triple Net EPRA au 30/06/2017*	Multiple	Agrégats ANF Immobilier	€/action	Prix de l'offre envisagé	Prime / (Décote) offerte par le prix de l'offre
Minimum	0,98x	20,96	20,60	22,15	7,5 %
Maximum	1,05x	20,96	21,98	22,15	0,8 %

* Données au 30/06/2017 après vente périmètre Patrimoine Cédé

Les multiples moyen et médian se trouvant très proches et les différents multiples observés présentant un écart-type limité, nous avons considéré les multiples extrêmes soit 0,98 et 1,05 fois l'ANR.

Sur ces bases, la valeur d'ANF IMMOBILIER s'inscrit dans une fourchette comprise entre 20,60€/action et 21,98€/action inférieure au prix d'Offre avec une valeur centrale (multiple moyen) de 21,16€/action sur laquelle le prix d'Offre fait apparaître une prime de 5,7%.

A titre corroboratif et pour information, nous avons également examiné un échantillon élargi aux OPE et OPA-RO (jugées moins représentatives s'agissant d'opération « en papier » ou pouvant intégrer « une prime d'expropriation ») :

- OPE de FONCIERE DES REGIONS sur FONCIERE DES MURS annoncée en février 2016 ;
- OPA-RO de EUROSIC sur FONCIERE DE PARIS SIIC, annoncée en mars 2016 ;
- OPAS-RO de EUROSIC sur SIIC DE PARIS, annoncée en septembre 2014 ;
- OPE de FONCIERE DES REGIONS sur FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENT, annoncée en juin 2013.

Les multiples extériorisés par ces opérations se présentent ainsi :

ANF Immobilier - Multiples observés sur des transactions comparables (éch. élargi)

Date	Cibles	Initiateur	Opération	ANR Triple Net EPRA / Actions	Prix Offre	Prix Offre/ANR
juin-17	Eurosic	Cecina	OPA	48,6	51,0	1,05x
mars-16	Foncière de Paris SIIC	Eurosic	OPA-RO	125,7	136,0	1,08x
févr-16	Foncière des Murs	Foncière des Régions	OPE	22,3	24,8	1,11x
déc-15	CeGeREAL	Northwood	OPAS	35,8	35,7	1,00x
mars-15	Foncière des Murs	Foncière des Régions	OPA	22,7	23,0	1,02x
sept-14	SIIC de Paris	Eurosic	OPAS-RO	23,6	23,9	1,01x
juin-14	Société de la Tour Eiffel	SMABTP	OPA	58,1	58,0	1,00x
juin-13	Foncière Dév. Logement	Foncière des Régions	OPE	19,2	16,3	0,85x
janv-13	Foncière Sepric	Patrimoine et Commerce	OPAS	12,2	12,0	0,98x
janv-13	Klemurs	Klepierre	OPAS	24,6	24,6	1,00x
					Med. éch. Élargi	1,01x
					Moy. éch. Élargi	1,01x

Le résultat de cette analyse conforte les multiples moyens et médians issus de l'échantillon constitué par les OPA et OPAS, et donc la valeur centrale retenue.



Nous précisons également que les opérations suivantes ont été exclues, dès lors qu'elles n'apparaissent pas représentatives des conditions de marché applicables à ANF IMMOBILIER :

ANF Immobilier - Transactions non retenues								
Date	Cibles	Activité principale	Initiateur	Opération	ANR / action	Prix Offre	Prix Offre/ANR	Commentaires et source
déc.-14	CFI	Cinéma	Yellowstone	OPR	n.a.	1,06	n.a.	Opération réalisée suite à la cession de la totalité des actifs de la société.
sept.-14	Orosdi	Immo de bureaux	Cerep Investment France	OPR-RO	106	138,01	1,30x	Opération réalisée suite à la cession de l'unique actif de la société.
juil.-14	Carrefour Property Dev.	Immo commercial	CRFP 13	OPR	25,1	25,2	1,00x	Opération réalisée suite à la cession de la quasi totalité des actifs de la société.
juil.-14	Foncière des Logements	Immo résidentiel	Foncière des Logements	OPRA	6,17	7,85	1,27x	Rachat d'actions propres portant sur 2,62% du capital.
nov.-13	Medea	n.a.	Artea	OPA	n.a.	0,89	n.a.	Rachat de trésorerie. Société sans activité.
sept.-13	Tesfran	Immo de bureaux	Preim Defense 2	OPAS-RO	6,87	10	1,46x	Opération portant sur une société possédant un unique actif spécifique : la Tour Technip - anciennement tour Adria - à La Défense.

Source: notes d'information AMF

En définitive, la valeur par action ressort dans une fourchette comprise entre 20,60€ et 21,98€ selon ce critère, inférieure au prix d'Offre avec une valeur centrale de 21,16€.

5.4.6 Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)

ANF IMMOBILIER est suivi par 4 analystes (KEPLER CHEVREUX, INVEST SECURITIES, DEGROOF PETERCAM et TRADITION SECURITIES AND FUTURES). Compte tenu d'une capitalisation boursière dans le bas de fourchette des foncières de la place et de la liquidité moyenne du titre (cf. §5.3.1), la fréquence de mise à jour des analyses apparaît réduite. Dans ces conditions, ce critère est présenté à titre secondaire.

Objectifs de cours des analystes avant la date de l'offre

Date	Analyste	Objectif de cours	Prix de l'offre envisagé	Prime/décote offerte sur le prix d'offre
13/03/2017	Invest Securities	21,8	22,15	2%
10/05/2017	Kepler Cheuvreux	25,0		-11%
10/05/2017	Degroof Petercam	22,0		1%
19/06/2017	Tradition Securities And Futures	22,0		0,7%
	Moyenne	22,7		-2,1%
	Médiane	22,0	0,7%	
	Min (Tradition Securities And Futures)	21,8	-11,4%	
	Max (Kepler Cheuvreux)	25,0	1,6%	

Sources : Capital IQ et Notes d'analyste

S'agissant de KEPLER CHEUVREUX, nous observons que la dernière étude détaillée effectuée par cet analyste date du 25 avril 2016, soit plus d'un an avant l'annonce de l'Offre. Dans son actualisation du 10 mai 2017, l'analyste est confiant sur la réduction de la vacance à Marseille, ce qui apparaît contredit par les évolutions récentes et les analyses conduites par nos experts.

Sur la base de la médiane des objectifs de cours disponibles avant l'annonce de l'Offre, soit 22€, le prix de 22,15€ par action fait ressortir une prime de 0,7%, et une décote de 2,1% si l'on se base sur la moyenne des objectifs de cours.



6 Accords connexes

Le projet de note d'information ne mentionne pas d'accord pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

6.1 Contrat de liquidité

Nous relevons que le contrat de liquidité proposé aux titulaires d'actions gratuites et de stock-options prévoit un prix d'acquisition des actions gratuites ou résultant de l'exercice des stock-options au terme de la période d'indisponibilité égal au prix d'Offre corrigé de la variation de valeur de l'ANR par action sur la période.

Les dispositions de ce contrat ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

6.2 Garantie spécifique accordée par EURAZEO

Dans le cadre de la cession de bloc, EURAZEO a pris l'engagement d'indemniser ANF IMMOBILIER, sous certaines conditions, des éventuelles pertes qui pourraient être subies par la société dans le cadre de certains litiges identifiés dans le Contrat de cession d'actions.

Cet engagement est donc susceptible de venir diminuer le produit net de cession pour EURAZEO, mais demeure sans incidence pour les autres actionnaires auxquels l'Offre est proposée qui n'y sont pas tenus.

Les dispositions de cet engagement ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre pour les actionnaires minoritaires.

7 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les établissements présentateurs

NATIXIS et ROTHSCHILD, agissant en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, ont préparé les éléments d'appréciation des prix d'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous sommes rapprochés des représentants de NATIXIS et ROTHSCHILD en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

7.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes d'accord avec les établissements présentateurs pour présenter à titre principal, la cession du Bloc, les cours de bourse d'ANF IMMOBILIER, les multiples de transactions comparables, les multiples boursiers de sociétés cotées comparables et l'ANR Triple Net EPRA au 30 juin 2017.

Nous retenons les objectifs de cours de bourse des analystes financiers à titre secondaire comme les établissements présentateurs.



Contrairement aux établissements présentateurs nous présentons, à titre informatif, l'ANR au 31 décembre 2016 et l'ANR au 31 décembre 2016 retraité avec la valorisation du Patrimoine Cédé établie par le collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins.

Enfin, nous sommes en accord avec les méthodes écartées, à savoir l'actif net comptable, l'actualisation des flux de trésorerie, et la méthode du rendement (capitalisation du dividende).

Les établissements présentateurs indiquent également avoir écarté les multiples boursiers de résultat net récurrent en raison de l'impact majeur de la cession des actifs résidentiels sur le profil de flux de trésorerie de la société, ce qui nous semble justifié.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.



7.2 Mise en œuvre des différents critères

7.2.1 Données financières

Les données financières retenues par les établissements présentateurs n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

7.2.2 Référence au cours de bourse d'ANF IMMOBILIER

Nous sommes en accord avec le dernier cours de clôture, le plus haut et le plus bas sur les 12 mois précédant la clôture du 21 juillet 2017. Cependant, nos moyennes pondérées à 1, 3, 6, 12 mois et 60 jours diffèrent du fait de la prise en compte, par les établissements présentateurs, des transactions ayant lieu sur l'ensemble des plateformes et pas seulement sur Euronext Paris.

Les établissements présentateurs ont également calculé la prime offerte par rapport au cours de bourse coupon 2016 détaché. S'agissant d'une SIIC générant des revenus réguliers qu'elle distribue chaque année à hauteur de plus de 95% du résultat dégagé par son activité immobilière, nous n'avons pas retraité les cours de bourse à hauteur du dividende de 1,15€/action versé le 6 juin 2017.

7.2.3 Référence à l'ANR publié d'ANF IMMOBILIER

Les établissements présentateurs retiennent comme nous l'ANR Triple net EPRA comme unique agrégat de référence dans leur méthode de valorisation. Il s'agit, en effet, de l'agrégat le plus pertinent dès lors qu'il représente la juste valeur de liquidation, au 30 juin 2017 des titres d'ANF IMMOBILIER.

7.2.4 Cession du bloc

L'analyse du prix de l'Offre par rapport au prix de cession du Bloc par les établissements présentateurs n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

7.2.5 Multiples boursiers de sociétés cotées comparables

Comme les établissements présentateurs, nous avons sélectionné les sociétés suivantes lors de l'application de la méthode d'évaluation des multiples boursiers de sociétés cotées comparables :

- SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL ;
- FONCIERE INEA ;
- AFFINE RE.



Cependant, les établissements présentateurs ont retenus la sociétés FONCIERE DES REGIONS que nous n'avons pas sélectionnée du fait notamment de son implantation à l'international et de sa taille. En effet, malgré une répartition des actifs similaire à ANF IMMOBILIER, 55% des actifs de cette société se trouvent hors de France.

Contrairement aux établissements présentateurs, notre échantillon comprend les sociétés CEGEREAL et SCBSM S.A. Nous avons sélectionné ces deux sociétés pour les raisons suivante :

- CEGEREAL : la valeur du patrimoine immobilier est similaire à celle d'ANF IMMOBILIER, soit 1.124M€ au 31/12/2016 (les établissements présentateurs l'ayant exclu car ce patrimoine est exclusivement situé à Paris et La Défense) ;
- SCBSM S.A. : la répartition des actifs sur le territoire français (51% à Paris, 18% en Ile de France et 31% en province) et la composition du portefeuille (81% de bureaux et 19% de commerces) sont proches de celles d'ANF IMMOBILIER.

Sur les trois sociétés communes, les établissements présentateurs ont pris comme cours de référence le cours de clôture du 21 juillet 2017 tandis que nous avons pris comme cours de référence le CMPV 1 mois au 17 octobre 2017, afin que les cours des sociétés comparables intègrent pleinement l'information financière au 30 juin 2017.

Dans l'application des multiples d'ANR, nous avons procédé à un ajustement non pris en compte par les établissements présentateurs en n'appliquant pas le multiple observé sur les comparables à la trésorerie nette résultant de la cession du Patrimoine Cédé.

Au final, le prix par action retenu par les établissements présentateurs est de 18,98€/action quand nous retenons une fourchette comprise entre 18,95€/action et 19,92€/action.

7.2.6 Multiples observés sur les transactions portant sur des sociétés comparables

Tout comme nous, les établissements présentateurs fondent leur analyse sur les multiples d'ANR Triple Net EPRA/actions.

Nous sommes en accord avec les transactions portants sur les sociétés comparables :

- OPA de GECINA sur EUROSIC, annoncée en juin 2017 ;
- OPAS de NORTHWOOD sur CEGEREAL, annoncée en décembre 2015 ;
- OPA de SMABTP sur SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL, annoncée en juin 2014.

L'analyse des établissements présentateurs sur ces transactions n'appelle pas de commentaires particuliers de notre part.

Les établissements présentateurs retiennent également les transactions suivantes alors que nous ne les retenons qu'à titre corroboratif dans notre échantillon élargi :

- OPA-RO de EUROSIC sur FONCIERE DE PARIS SIIC, annoncée en mars 2016 ;
- OPAS-RO de EUROSIC sur SIIC DE PARIS, annoncée en septembre 2014.



Par ailleurs, nous retenons également les transactions suivantes qui n'ont pas été retenues par les établissements présentateurs :

- OPA de FONCIERE DES REGIONS sur FONCIERE DES MURS, annoncée en mars 2015 ;
- OPAS de PATRIMOINE ET COMMERCE sur FONCIERE SEPRIC, annoncée en janvier 2013 ;
- OPAS de KLEPIERRE sur KLEMUR, annoncée en janvier 2013.

En définitive, le prix par action retenu par les établissements présentateurs est de 21,56€/action quand nous retenons une fourchette comprise entre 20,60€/action et 21,98€/action.

L'écart entre le résultat de l'application de la méthode des transactions portant sur des sociétés comparables entre les établissements présentateurs et notre rapport s'explique par la différence entre les échantillons retenus.

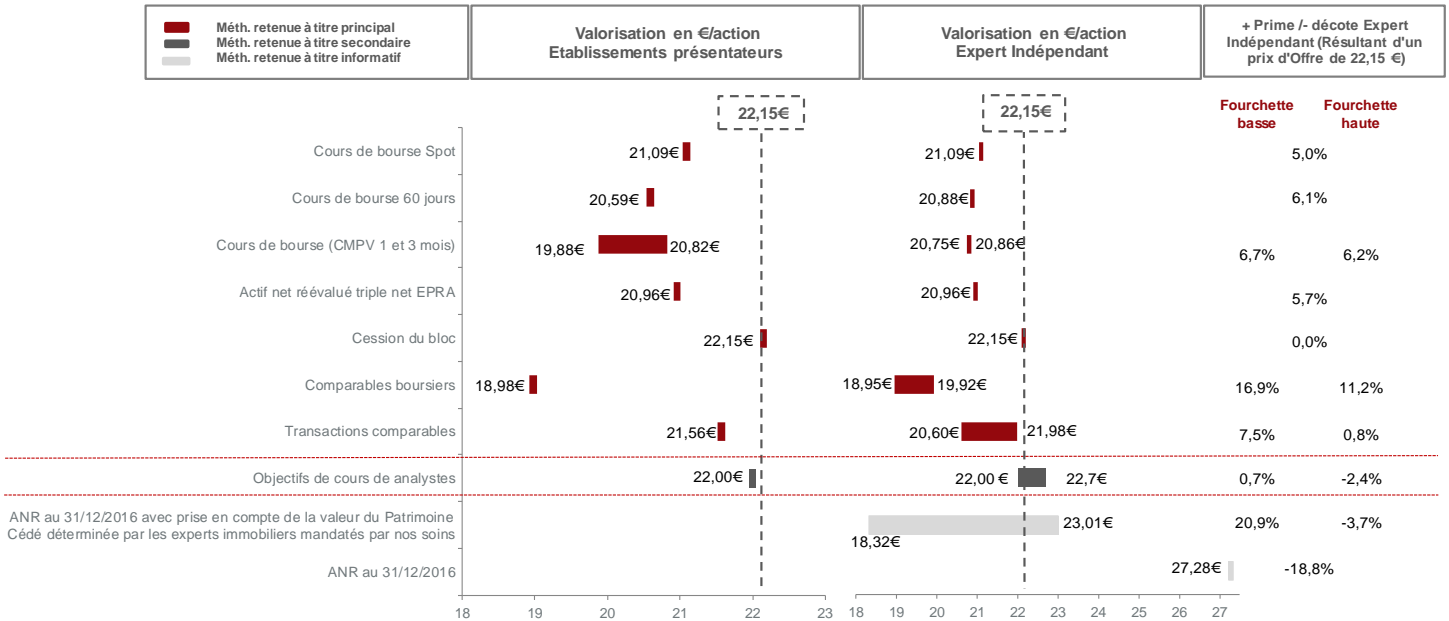
7.2.7 Objectifs de cours des analystes financiers

L'analyse selon la méthode des objectifs de cours des analystes financiers par les établissements présentateurs n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

8 Synthèse de nos travaux d'évaluation et conclusion

8.1 Synthèse de nos travaux

Ainsi, à l'issue de nos travaux, le prix de cession des actions ANF IMMOBILIER de 22,15 euros se positionne de la manière suivante par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :



8.2 Conclusion

L'Offre est proposée aux actionnaires minoritaires à un prix par action de 22,15€, strictement identique au prix de cession hors marché du bloc majoritaire d'EURAZEO devant intervenir, ce jour, préalablement.

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 5,0% par rapport au dernier cours de bourse précédant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives, soit le cours de clôture du 21 juillet 2017, et de 6,2% et 6,8% par rapport aux cours de bourse moyens respectivement 1 mois et 3 mois à cette même date, sans que le cours de bourse n'ait jamais atteint le prix d'Offre au cours des 12 derniers mois précédant l'annonce.

Il présente également une prime de 5,7% par rapport à l'ANR Triple net EPRA publié au 30 juin 2017, étant précisé que cet ANR prend en compte le prix de cession du Patrimoine Cédé, qui fait l'objet d'un rapport distinct de notre part dans lequel nous concluons à son caractère équitable, et étant observé que cette cession participe au processus global permettant d'offrir la liquidité à l'ensemble des actionnaires.



Il s'établit au-dessus des fourchettes de valeurs issues des comparables boursiers et des transactions comparables.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 22,15€ par action est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires d'ANF IMMOBILIER.

Fait à Paris, le 23 octobre 2017

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN
Associé

Olivier PERONNET
Associé

PJ : Annexes 1 à 2 selon la liste présentée en page suivante



Liste des Annexes

Annexe 1 : Présentation du cabinet FINEXSI et détail de son intervention

Annexe 2 : Attestation d'équité de FINEXSI portant sur le projet de cession des actifs du Patrimoine Cédé à la société PRIMONIAL REIM



Annexe 1 : Présentation du cabinet FINEXSI et détails de son intervention

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 12 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
oct.-16	Solocal	NA	NA	Augmentation de capital réservée
nov.-16	Ausy	Randstad	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
janv.-17	Areva	NA	NA	Augmentation de capital réservée
mai-17	Eurodisney	The Walt Disney Company	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-17	Christian Dior	Semyrhamis (Groupe Familial Arnault)	Rothschild (Crédit Agricole CIB / Société Générale / Natixis)	Offre Publique Mixte Simplifiée
juin-17	Futuren (ex Theolia)	EDF Energies Nouvelles	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juin-17	Banque Fédérative du Crédit Mutuel	CIC	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
juil.-17	Areva	Etat Français	Oddo	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
sept.-17	SFR	Alice	JPMorgan / BNP Paribas	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers :

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue :

Les honoraires globaux pour les deux missions d'expertise indépendante s'élèvent à 380.000€, hors taxes, frais et débours. Cette rémunération intègre les honoraires du collège d'experts immobilier mandaté par nos soins s'élevant à 140.000€ hors taxes.



Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

1 – Prendre connaissance de l'opération et acceptation de la mission

2 - Identifier les risques et orientation de la mission

3 - Collecter les informations et les données nécessaires à la mission : prendre connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la société et des notes d'analyse sur les transactions comparables.

4 - Apprécier le contexte de l'opération :

- Echanges avec le management de ANF IMMOBILIER
- Echanges avec les Banques Présentatrices de l'Offre

5 - Analyser la transaction et la documentation juridique liée, en particulier : le « *Projet de note d'information 206329-3-5655 v2.14* » du 22 octobre 2017.

6 - Prendre connaissance de la documentation comptable et financière de la société et du groupe acquis

7 – Examiner l'ANR au 31 décembre 2016 et son évolution au 30 juin 2017 sur la base des expertises immobilières réalisées par la société.

8 - Donner mandat, pour nous assister dans le cadre de notre mission d'expertise indépendante, un collègue d'experts immobiliers composé de :

- Monsieur Philippe MALAQUIN, Chatered Surveyor, et expert immobilier agréé par la Cour de Cassation ;
- Monsieur Claude LOBJOIE, FRICS Registered Valuer, et expert en estimations immobilières près la Cour d'appel de Paris.

La mission confiée au collège d'experts immobiliers a consisté à : effectuer une revue des expertises réalisées par les experts mandatés par la société au 30 juin 2017 (soient BNP RE, JLL et CBRE) ;

9 - Mettre en œuvre une valorisation multicritères :

- Comparables boursiers
- Transactions comparables
- Cours de bourse de la société ANF IMMOBILIER ;
- Transaction récente sur le capital ;
- ANR Triple Net EPRA au 30 Juin 2017 ;
- Objectifs de cours de bourse des analystes (à titre secondaire).

10 - Obtenir des lettres d'affirmation des représentants d'ANF IMMOBILIER d'une part et des représentants d'EURAZEO d'autre part.

11 – Effectuer une revue indépendante par un associé qui n'est pas intervenu sur le dossier.

12 – Rédiger le rapport.



Calendrier de l'étude :

17 mai 2017	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER.
23 mai 2017	Obtention des data-room mises en place pour les besoins de PRIMONIAL et ICADE. Obtention des rapports d'experts de la Société au 31 décembre 2016.
7 juin 2017	Réunion avec le collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins pour leur présenter l'opération.
16 juin 2017	Réunion de travail avec le collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins sur leur première appréciation des actifs du Patrimoine Conservé.
7 au 19 juin 2017	Obtention des rapports d'experts immobiliers de la société au 30 juin 2017.
21 Juin 2017	Présentation de la mission de l'expert indépendant au Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER.
21 Juin 2017	Réunion avec les membres indépendants du Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER.
Juin – juillet 2017	Collecte de l'information publique disponible. Recherche des transactions comparables à partir de la base des décisions et informations financières de l'AMF, notamment. Identification et collecte de données sur les comparables boursiers à partir de la base de données financières Capital IQ, notamment. Mise en œuvre d'une première approche multicritères.
Juin – juillet 2017	Echanges réguliers avec le collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins sur l'avancement de leurs travaux.
4 et 7 juillet 2017	Point d'étape avec le collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins sur l'avancement de leurs travaux.
11 juillet 2017	Point d'étape avec les membres indépendants du Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER, pour la présentation de nos premiers éléments d'appréciation de la valeur du Patrimoine Conservé.
19 juillet 2017	Réunion avec les membres indépendants du Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER, pour la présentation de nos travaux, à date.
20 juillet 2017	Présentation de nos travaux, à date, au Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER.



Août-début octobre 2017	Mise à jour de nos travaux suite à l'annonce de l'Offre, le 24 juillet 2017, par ANF IMMOBILIER. Echanges réguliers avec le management d'ANF IMMOBILIER sur le déroulement des opérations (cession du Patrimoine Cédé et Offre).
22 septembre 2017	Présentation par les Banques présentatrice (ROTHSCHILD et NATIXIS) de leur rapport de valorisation des titres ANF IMMOBILIER.
Fin septembre 2017 - début octobre 2017	Echanges avec les banques présentatrice au sujet de leur rapport valorisation des titres ANF IMMOBILIER.
18 - 20 octobre 2017	Revue indépendante.
20 octobre 2017	Réunion avec les membres indépendants du Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER, pour la présentation de notre projet de rapport.
23 octobre 2017	Obtention des lettres d'affirmation.
23 octobre 2017	Remise du rapport d'évaluation et tenue du Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER.

Liste des principales personnes rencontrées ou contactées :

ANF IMMOBILIER

- Monsieur Renaud HABERKORN, Président du Directoire
- Madame Ghislaine SEGUIN, Directrice Général adjoint
- Monsieur Laurent MILLERON, Directeur de l'ingénierie financière et de la communication
- Madame Laura PERAL-MERCIER, Responsable Asset Management
- Monsieur Sébastien GUEZET, Directeur de la gestion financière

SKADDEN – Conseil d'ANF IMMOBILIER

- Olivier DIAZ (avocat associé)
- Marion GAUVAIN (avocat)

ROTHSCHILD – Banque présentatrice

- Nicolas DURAND (Associé Gérant)
- Elsa FRAYSSE (Gérant)
- Arnaud HERALD (Analyste)

NATIXIS – Banque présentatrice

- Gilles MOREL (Director - Equity Capital Markets)
- Kevin BEGUE (Associate - Equity Capital Markets)



Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par la société :

- Documents de référence 2016
- Résultats financiers semestriels au 30 juin 2017
- Tableau de bord - Etat locatifs et expertises au 31/12/2016 et au 30/06/2017
- Rapports d'expertises immobilières BNPP, JLL au 31/12/2016 et au 30/06/2017
- Rapport d'expertise immobilière de CBRE au 30/06/2017
- Management présentation du 03/02/2017
- Présentation de l'opération Gulfstream du 17/05/2017 au Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé) et Lucas ROBIN (Associé), ont été assistés de Messieurs Jean-Bernard ROMANIK (Manager), Charles BOURRAS (Senior), Patrice HEYMANN (analyste), Alban DUCASSY (analyste), Madame Camille GIRARDET (analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet.



**Annexe 2 : Attestation d'équité de FINEXSI sur le projet de cession d'actifs
d'ANF IMMOBILIER à la société PRIMONIAL REIM**



FINEXSI



ATTESTATION D'EQUITE

Projet de cession des actifs du Patrimoine Cédé à la
société PRIMONIAL REIM

23 octobre 2017



Sommaire

Glossaire	3
1 Présentation de l'Opération	4
1.1 Contexte et termes de l'Opération	4
1.2 Présentation des modalités du Contrat de cession et d'acquisition d'actions	5
1.2.1. Protocole de détournage	5
2 Déclaration d'indépendance	9
3 Diligences effectuées.....	9
4. Présentation du Patrimoine Cédé.....	11
4.1. ANF Immobilier.....	11
4.2. Description du patrimoine Cédé	12
4.2.1. Marseille Héritage (89%) et Core (4%)	13
4.2.2. Lyon Core (7%)	17
5. Evaluation des actifs du Patrimoine Cédé.....	18
5.1. Méthodes d'évaluation écartées pour l'évaluation de ANF Immobilier	18
5.2. Méthodes d'évaluation retenues pour l'évaluation de ANF Immobilier	19
5.3. Mise en œuvre de la valorisation des actifs du Patrimoine Cédé	20
5.3.1. Un prix issu d'un processus de consultation.....	20
5.3.2. Méthode de capitalisation (à titre principal).....	20
5.3.3. Valeur en cas de cession par lots (à titre principal)	22
5.3.4. Méthode Cash on Cash (à titre secondaire)	24
5.3.5. Contribution à l'ANR (à titre informatif)	26
6. Opérations connexes pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	28
6.1. Bien immobilier « Quai du Port »	28
7. Synthèse et conclusion	29
7.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation.....	29
7.2. Conclusion.....	30
Liste des annexes.....	31
Annexe 1 : Présentation du cabinet Finexsi et détails de son intervention.....	32
Annexe 2 : Projet du Protocole de détournage conclu entre ANF Immobilier et Primonial	36
Annexe 3 : Rapport d'expertise du collège d'experts immobiliers mandaté	37



Glossaire

ANR (Actif net réévalué) : l'ANR est une méthode de valorisation patrimoniale. Il s'agit d'une estimation de la valeur des capitaux propres qui consiste à évaluer séparément chacun des différents actifs, et engagements de l'entreprise pour en faire la somme algébrique. Il peut exister plusieurs types d'ANR (en fonction de valeurs d'usage, ou de valeurs liquidatives, par exemple).

ANR EPRA (EPRA NAV) ou ANR EPRA simple net : l'ANR EPRA mesure la juste valeur de l'actif net d'une société foncière avant prise en compte de l'impôt sur les plus-values latentes, des droits, et frais de cession des actifs, de la juste valeur de la dette, et de la juste valeur des instruments financiers. L'objectif de l'ANR EPRA est de donner une indication de la valeur de la société dans une perspective long terme.

ANR EPRA Triple net (EPRA NNAV) : l'ANR EPRA Triple net correspond à l'ANR EPRA après prise en compte des impôts sur plus-values latentes et de la juste valeur de la dette, et des instruments financiers. L'ANR Triple net permet d'appréhender une valeur à un instant donné, après avoir mis à la juste valeur l'ensemble des postes d'actifs et de passifs du bilan.

Résultat net récurrent EPRA (ou résultat net EPRA) : il s'agit du résultat net provenant des activités courantes et récurrentes. Il mesure la performance opérationnelle d'une société d'investissement immobilière. Le résultat net récurrent EPRA exclut tous les revenus qui ne sont pas directement en relation avec les résultats du parc immobilier exploité, comme le changement de valeur d'un sous-jacent ou la vente d'un bien immobilier. Le résultat net récurrent EPRA est similaire au FFO (Funds From Operations), à la différence que le résultat net récurrent EPRA est basé sur les normes comptables IFRS et le FFO est basé sur les normes comptables US-GAAP.

Taux de vacance EPRA : le taux de vacance EPRA est le rapport de la valeur locative estimée des surfaces vacantes dans des conditions de marché, sur la valeur locative estimée du total des surfaces du patrimoine immobilier mis en location. Le patrimoine en développement ou impropre à la commercialisation (à rénover ou en cours de rénovation, par exemple) n'entre donc pas dans le calcul de ce ratio.

Taux de vacance en termes de surface : le taux de vacance en termes de surface est le rapport entre le total des surfaces vacantes et total des surfaces disponibles

Taux d'occupation financier : le taux d'occupation est calculé selon la formule suivante : loyers sécurisés annualisés / (Loyers sécurisés annualisés + Loyers potentiels). Il représente donc la part des loyers quittancés sur le portefeuille global de loyers du patrimoine.

Valeurs d'expertise : valeurs estimées semestriellement par les experts immobiliers de la société pour chaque bien immobilier. Ces valeurs constituent la référence des justes valeurs comptables en IFRS et servent de base à la détermination de l'ANR publié.



1 Présentation de l'Opération

1.1 Contexte et termes de l'Opération

ANF IMMOBILIER est une Société d'Investissement Immobilier Cotée (SIIC), détenue majoritairement par EURAZEO, avec 50,48% du capital et 53,73% des droits de vote au 30 juin 2017¹ (détention comprenant des actions à droit de vote double).

Les opérations distinctes et concomitantes suivantes concernant ANF IMMOBILIER sont en cours de finalisation :

- d'une part, la cession d'une partie significative du patrimoine immobilier d'ANF IMMOBILIER à PRIMONIAL REIM ou des entités gérées ou contrôlées par elle (ci-après « PRIMONIAL »), pour laquelle des promesses synallagmatiques de vente doivent être signées le 23 octobre 2017, à la suite de la signature le 20 juillet 2017 du Protocole de Détournage (cf. Annexe 2). Le périmètre dont la cession est envisagée (ci-après dénommé le « Patrimoine Cédé »), tel que défini dans le Protocole de détournage auquel il convient de se référer, recouvre principalement :

- Le patrimoine historique marseillais d'ANF IMMOBILIER (93% du Patrimoine Cédé) constitué essentiellement d'actifs immobiliers situés rue de la République, ainsi que dans les rues adjacentes (par référence aux valeurs d'expertises, 55% des actifs du Patrimoine Cédé sont situés sur la rue de la République, et 41% aux alentours) ;
- L'immeuble de la Banque de France à Lyon (7% du Patrimoine Cédé).

- d'autre part, le rachat hors marché de la participation d'EURAZEO dans ANF IMMOBILIER (le « bloc ») par ICADE, et à la suite de l'achat de cette participation, conformément à l'obligation du nouvel actionnaire en cas de franchissement du seuil de 30% de détention du capital, le dépôt d'une offre publique d'achat aux mêmes conditions (l'« Offre »). EURAZEO et ICADE ont signé le contrat de cession du bloc le 10 octobre 2017, la réalisation devant intervenir le 23 octobre 2017 après constatation de la promesse synallagmatique de vente concernant le Patrimoine Cédé et l'avis motivé favorable du Conseil de Surveillance d'ANF IMMOBILIER sur l'Offre.

La réalisation de l'opération de cession du bloc, et donc l'Offre, sont conditionnées ainsi par la cession préalable du Patrimoine Cédé à PRIMONIAL.

¹ La détention reste inchangée au 21 juillet 2017.



Nous avons été désignés par le Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER du 17 mai 2017 en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre :

- (i) du projet de cession du Patrimoine Cédé d'ANF IMMOBILIER à PRIMONIAL conformément à la recommandation n°2015-05 de l'AMF, relative à la nomination d'un expert lors de cessions ou d'acquisitions d'actifs significatifs ;
- (ii) et de l'Offre qui suivrait le rachat hors marché de la participation d'EURAZEO dans ANF IMMOBILIER par ICADE, en application de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 de l'AMF relative à la mission de l'expert indépendant en cas d'offre publique.

Le présent rapport concerne notre appréciation sur le caractère équitable des modalités financières de la cession du Patrimoine Cédé, étant précisé que notre appréciation sur le caractère équitable des modalités de l'Offre fera ultérieurement l'objet d'un rapport distinct de notre part.

Il est formellement établi en date du 23 octobre 2017, sur la base des travaux menés au 20 juillet 2017.

1.2 Présentation des modalités du Contrat de cession et d'acquisition d'actions

La cession des biens sera formalisée à travers la signature d'un « Protocole de détournage » (ci-après « le Protocole ») présenté en Annexe 2 auquel est annexé un projet de « Promesse de vente » (ci-après « la Promesse »). Les immeubles seront ensuite vendus individuellement, chacun faisant l'objet d'un acte de cession propre.

1.2.1. Protocole de détournage

Les principales caractéristiques du projet de Protocole conclu entre ANF IMMOBILIER et PRIMONIAL et les premiers commentaires qu'elles appellent, sont les suivants, étant entendu que les promesses synallagmatiques de vente reprennent en substance les termes du Protocole de détournage :

ARTICLE 3 – PROMESSE DE CESSION – PROMESSE D'ACQUISITION

« [...] Il est précisé que l'un des Immeubles du Portefeuille situé 14 rue Pythéas à Marseille (immeuble de commerce) fait l'objet de discussions au sujet de sa vente au bénéfice d'un tiers. Primonial reconnaît être informée de cette situation et accepte que ANF signe une promesse de vente portant sur cet Immeuble pour un prix de vente d'au moins EUR 1.600.000 HT et hors droits et frais de notaires. En cas de régularisation de cette promesse à la date de la Promesse, cet immeuble sera retiré du Portefeuille et le Prix Global sera réduit du montant de EUR 1.600.000 HT. A défaut de conclusion d'une telle promesse à la date de conclusion de la Promesse, cet Immeuble sera maintenu dans le Portefeuille et vendu sans incidence sur le Prix Global ».



Cette disposition apparait sans incidence sur l'appréciation globale du prix puisqu'en cas de cession de l'immeuble situé 14 rue Pythéas à Marseille, le prix de cession de cet immeuble viendrait en diminution du prix payé par PRIMONIAL de sorte que le prix global à percevoir par ANF demeure identique dans chacun des deux cas.

ARTICLE 4 – PRIX DE CESSION

« Le prix de cession total des Immeubles s'élève à EUR 416.192.428,63 (le « Prix Global »²), hors taxes, droits, honoraires et frais de notaires (les « Taxes et Frais »). Les Taxes et Frais seront à la charge exclusive des Véhicules Réglementés.

La ventilation indicative du Prix Global entre les Immeubles figure à l'Annexe 4 ».

Notre appréciation porte sur le prix global. Nous ne nous prononçons pas sur la « ventilation indicative » annexée au Protocole de détournement.

ARTICLE 5 – CESSION DE ANF REPUBLIQUE

« La cession par ANF à Primonial de la totalité des titres (les « Titres ») composant le capital social de la société ANF République, constitue une opération indivisible de la cession par ANF des Immeubles à Primonial. La cession des Titres et le paiement du prix de cession des Titres interviendront de manière concomitante à la cession des Immeubles. Figure en Annexe 5 le projet du contrat de cession des Titres (le « Contrat ANF »).

Le prix de cession des Titres sera égal à EUR 237.209.».

La société ANF REPUBLIQUE a pour activité exclusive la sous-location des meublés du Patrimoine Cédé. Dès lors que les loyers payés par les occupants sont pris en compte en totalité pour l'évaluation des biens considérés, il n'y pas lieu de procéder à une réévaluation d'ANF REPUBLIQUE (sa marge éventuelle faisant partie de ces loyers). Dans ce cas, retenir la valeur nette comptable, projetée au 31 décembre 2017, pour cette société n'appelle pas de remarque de notre part.

² Nous comprenons de nos derniers échanges avec le management d'ANF IMMOBILIER qu'à la suite d'un exercice de ventilation pour les besoins des déclarations d'intention d'aliéner (« DIA »), le prix global a été ramené à 416.192.425,00 euros.



ARTICLE 8 – STIPULATIONS PARTICULIERES DE LA PROMESSE

[...]

8.1 INDEMNITE DE RENDEMENT

« ANF accorde aux Véhicules Réglementés acquéreurs une indemnité de rendement au titre des Immeubles (l' « Indemnité de Rendement »).

Le montant total de l'Indemnité de Rendement s'élève à EUR 15.400.000 et a pour objet de compenser un préjudice subi résultant d'une insuffisance de loyers au titre des Immeubles entraînant une perte d'un revenu locatif sur une durée de six (6) années.

Le montant de l'Indemnité de Rendement est accordé sur la base de la situation locative au 30-31 mai 2017 et ne fera l'objet d'aucune révision quelle que soit l'évolution de cette situation locative entre le 31-31 mai 2017 et la date de conclusion des Actes de Vente. Le montant de l'Indemnité de Rendement est forfaitaire, définitif et indemnitaire, et est exigible en totalité à compter de la date de conclusion des Actes de Vente en vingt-quatre (24) échéances trimestrielles ainsi qu'il sera convenu dans la Promesse.

[...]

Le règlement de ces échéances par ANF interviendra à date fixe, sans instruction de paiement, par la libération des montants dus à partir d'un compte séquestre ouvert dans la comptabilité de l'Etude Wargny Katz, agissant en qualité de séquestre, ANF versant à réception du Prix Global le jour de la conclusion des Actes de Vente le montant forfaitaire et définitif de EUR 15.400.000 sur ledit compte séquestre ».

Le versement de cette indemnité présentant un caractère certain, nous considérons qu'il vient en déduction du prix de 416.192.425³€ et avons donc conduit nos analyses par référence à un prix net de l'indemnité de rendement de 400.792.425€.

8.3 CONTRATS EN COURS – CONTRATS DE TRAVAIL

« [...] Les contrats en cours conclus avec des sociétés du groupe d'ANF seront résiliés à compter du transfert de propriété aux frais exclusifs d'ANF et sans coûts pour ANF République ».

8.4 RETARDS DE PAIEMENT DE LOYERS ET DE CHARGES

« Les impayés incluant les retards de paiement de loyers et de charges des locataires dont les baux n'ont pas été résiliés à la date de conclusion des Actes de Vente seront cédés aux Véhicules Réglementés pour un prix de cession correspondant à leur montant TTC net de provisions dans les comptes d'ANF à la date de conclusion des Actes de Vente ».

³ Après prise en compte de l'impact, sur le prix, de la ventilation effectuée pour les besoins des DIA.



8.8 IMMEUBLE « QUAÏ DU PORT »

« L'un des Immeubles est l'immeuble (lot 1 à 18), situé 66, quai du Port à Marseille dénommé « Quai du Port ». Eurazeo est propriétaire de l'Immeuble « Quai du Port ». En conséquence, Eurazeo sera signataire de la Promesse et de l'Acte de Vente portant sur cet immeuble. Figure en Annexe 8.8 l'original de la lettre d'adhésion aux termes et stipulations du présent Protocole signé par Eurazeo ».

Cette vente d'un bien appartenant à l'actionnaire EURAZEO constitue, selon nous, un accord connexe qui fera, un tant que tel, l'objet d'une analyse spécifique en partie 6.1.

Ce bien étant géré par ANF IMMOBILIER il figure dans le périmètre présenté en Annexe 2 et se trouve intégré dans les évaluations que nous mènerons, dès lors que le prix global de 416.192.429€ comprend ce bien.

Dans ce contexte, la question examinée en partie 6.1 sera d'apprécier si les conditions de cession de ce bien sont de nature à créer un avantage pour EURAZEO, ou non, par rapport aux conditions applicables au reste du Patrimoine Cédé.

8.9 INDIVISIBILITE

« La cession du Portefeuille Global à Primonial est une opération unique et indivisible. En conséquence, dans l'éventualité où, en application des stipulations du Protocole ou de la Promesse, un ou plusieurs Immeubles ne seraient pas cédés aux Véhicules Réglementés acquéreurs, notamment en raison de l'exercice d'un droit de préemption, Primonial et les Véhicules Réglementés acquéreurs seraient tenus d'acquérir la totalité des autres Immeubles et les Titres ».



2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER, ainsi que ses associés,

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, et sont à ce titre en mesure d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par la Cession et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3 Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe 1.

Nos principales diligences sont les suivantes :

- Appréhender le contexte, ainsi que les modalités de l'Opération ;
- Prendre connaissance du Patrimoine Cédé ;
- S'agissant d'une opération de cession d'actifs immobiliers, mandater, afin de nous assister dans le cadre de notre mission, un collège d'experts immobiliers composé de :
 - Monsieur PHILIPPE MALAQUIN, Chartered Surveyor, et expert immobilier agréé par la Cour de Cassation,
 - Monsieur CLAUDE LOBJOIE, FRICS Registered Valuer, et expert immobilier près la Cour d'appel de Paris.

La mission confiée au collège d'experts immobiliers a notamment consisté à :

- Effectuer une revue approfondie des expertises immobilières sur le Patrimoine Cédé réalisées par les experts immobiliers de la société au 30 juin 2017 pour les besoins de détermination de l'ANR publié à cette date,
- Apprécier la pertinence des critères utilisés dans la perspective d'une cession du Patrimoine Cédé,
- Apprécier les paramètres et données de marché utilisés par les experts immobiliers de la société, et le cas échéant, proposer des données alternatives,



- Procéder à leur propre évaluation multicritère du patrimoine cédé, incluant des tests de sensibilité sur les paramètres clés des évaluations,
- Etablir un rapport sur leurs travaux, présenté en Annexe 3 de notre rapport.
- Examiner, avec le concours du collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins :
 - les spécificités du Patrimoine Cédé (nature des biens immobiliers, répartition géographique et analyse du marché, etc...), et sa performance financière,
 - l'évolution des valeurs d'expertise du patrimoine de la société entre le 31 décembre 2016 et le 30 juin 2017.
- Déterminer, sur la base des travaux du collège d'experts immobiliers mandaté par nos soins, une fourchette de valeur du Patrimoine Cédé et examiner le positionnement du prix convenu entre ANF IMMOBILIER et PRIMONIAL par rapport à cette fourchette ;
- Prendre connaissance de la cession connexe du bien détenu par EURAZEO et apprécier si celle-ci est de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix proposé.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et de gestion (états financiers, états locatifs, etc...) préparées par ANF IMMOBILIER au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la société ANF IMMOBILIER, tant pour appréhender le contexte de la cession du Patrimoine Cédé, que pour comprendre la situation financière actuelle et les perspectives d'activité dudit périmètre.

Nous avons également tenu plusieurs réunions de travail avec les membres indépendants du Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.



4. Présentation du Patrimoine Cédé

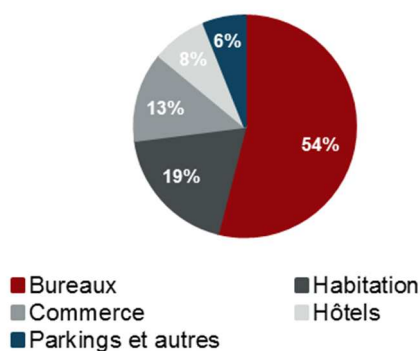
4.1. ANF IMMOBILIER

La Société est une foncière d'investissement cotée en bourse sur Euronext Paris (compartiment B, ISIN FR0000063091), et qui a opté pour le statut SIIC en 2006. Son actionnaire principal est EURAZEO, qui détient au 30 juin 2017 50,48% du capital. La foncière fait partie de l'indice EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA).

ANF IMMOBILIER détient un total de 382.000m², réparti en 291.000m² de patrimoine bâti, et 91.000m² de projets en cours de développement ou de redéveloppement (ces chiffres ne prennent pas en compte les parkings).

Les actifs détenus sont diversifiés et composés de bureaux, logements, commerces, hôtels et parkings représentant respectivement 54%, 19%, 13%, 8%, et 6% des surfaces.

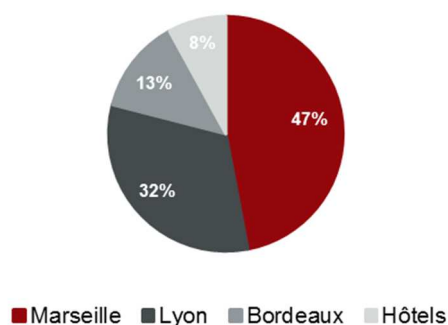
Répartition des surfaces par typologies d'actifs au 31/12/2016



Source: DDR 2016

Les actifs sont localisés en province, principalement dans les villes de Marseille (47% des surfaces), Lyon (32%), et Bordeaux (13%). La société a également acquis au cours du premier semestre 2017 un immeuble situé à Toulouse.

Répartition des surfaces par ville au 31/12/2016



Source: DDR 2016



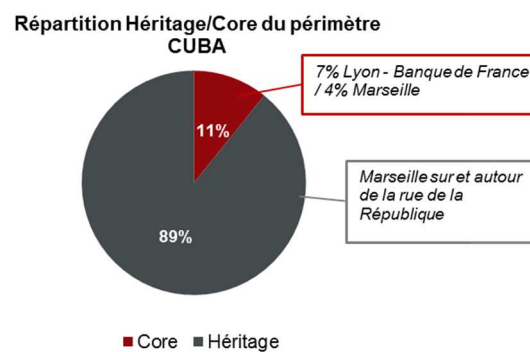
ANF IMMOBILIER dissocie son patrimoine en deux catégories distinctes :

- **Le patrimoine dit « Héritage »** (43 % de la valeur du portefeuille sur la base de la valeur d'expertise du patrimoine au 31 décembre 2016, totalisant 133.000m²) rassemble les actifs historiques, de type haussmannien. Ils sont diversifiés en termes de typologie d'actifs avec généralement un mélange de commerces, bureaux et logements au sein des immeubles. Ce périmètre est caractérisé par des baux d'une durée généralement courte, un rendement net EPRA de 3,2%⁴ et une vacance élevée à 15,3%⁵. La catégorie Héritage est principalement constituée par des actifs immobiliers situés sur et aux alentours de la rue de la République, artère qui relie le Vieux-Port à la Place de la Joliette à Marseille.
- **Le patrimoine dit « Core »** (57% de la valeur du portefeuille sur la base de la valeur d'expertise du patrimoine au 31 décembre 2016, totalisant 249.000m²) rassemble les immeubles neufs ou restructurés, tertiaires, et plus généralement tous les actifs de typologie bureaux. Cette catégorie se caractérise par une durée ferme généralement longue des baux, un rendement net EPRA élevé de 5,7%¹ et une vacance faible de 4,9%².

4.2. Description du patrimoine Cédé

Le Patrimoine Cédé est principalement constitué d'actifs appartenant au patrimoine « Héritage » du groupe ANF IMMOBILIER (89% des actifs cédés).

En complément, il comprend des actifs « Core », avec principalement l'immeuble Banque de France à Lyon (7% des actifs cédés), et des biens situés à Marseille (4%).



Source: Etat locatif de la société au 30/06/2017

⁴ Source : Document de référence 2016 ANF IMMOBILIER.

⁵ Il s'agit ici de la vacance EPRA, publiée dans le document de référence 2016 ANF IMMOBILIER, calculée sur la base des seuls biens en location, et qui s'avère nettement inférieure à la vacance mesurée sur l'ensemble du patrimoine, comme nous y reviendrons.

4.2.1. Marseille Héritage (89%) et Core (4%)

4.2.1.1. Présentation du patrimoine

Le Patrimoine Cédé représente 93% du portefeuille marseillais. Il est principalement constitué d'actifs immobiliers concentrés autour de la rue de la République, une artère qui relie le Vieux-Port à la place de la Joliette. 55% des actifs cédés de Marseille sont situés sur cette artère et 41% aux alentours.



Le portefeuille marseillais, composé principalement d'immeubles anciens de type haussmannien à usage mixte (commerce en RdC, bureaux et habitations dans les étages), représente 93% du total des actifs « Héritages » et 2% des actifs « Core » d'ANF IMMOBILIER. Il est constitué par un ensemble d'actifs de diverses natures dont les principales caractéristiques sont les suivantes :

Patrimoine Cédé - Marseille ⁽¹⁾

M€	Valeur d'expertise société 30/06/2017 ⁽²⁾	Contr %	Surface (en m ²)	Vacance ⁽³⁾	Loyers constatés (en M€)	Rendements bruts ⁽⁴⁾
Bureaux	45,8	10%	19 560	27%	2,1	4,6%
Commerces	175,2	39%	37 709	34%	6,0	3,4%
Habitation	198,6	44%	71 065	29%	6,8	3,4%
Parkings	28,4	6%	2 747	95%	1,1	3,7%
Divers	1,9	0%	7 738	87%	0,0	1,4%
Total général	450,0	100%	138 819	35%	16,0	3,6%

⁽¹⁾ Le Patrimoine Cédé présenté prends en compte l'actif 66 quai du port (451 K€) qui est détenue par Eurazeo

⁽²⁾ Valeur des actifs déterminée par les experts immobiliers d'ANF Immobilier (JLL / BNP / CBRE) au 30/06/2017

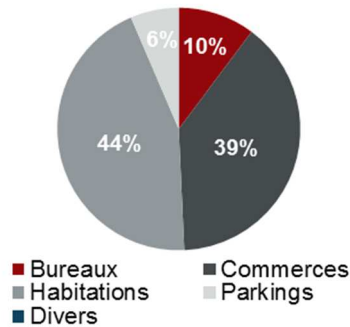
⁽³⁾ En terme de surface (surface vacante/total surface)

⁽⁴⁾ Loyers constatés au 30/06/2017 / valeur d'expertise de la société au 30/06/2017

Source: Etat locatif de la société au 30/06/2017



Répartition du Patrimoine Cédé par nature d'actif en valeur



Source: Etat locatif de la société au 30/06/2017

Les habitations et les commerces sont les deux catégories d'actifs les plus représentées dans ce patrimoine et comptent pour respectivement 44% et 39% de la valeur du portefeuille. Les autres actifs correspondent à des bureaux (10%) et des parkings (6%).

Les actifs de Marseille se caractérisent par un taux de vacance de surface à hauteur de 35%, impliquant un taux d'occupation financier inférieur à 70%. Ce taux apparaît très faible par comparaison avec les autres sociétés foncières qui descendent rarement en dessous de 85% actuellement. Etant principalement composé d'actifs « Héritage », le rendement net EPRA du Patrimoine Cédé est proche du niveau affiché par l'ensemble de ce type d'actif chez ANF IMMOBILIER soit, 3,2%. Le rendement est plus faible que pour les actifs dit « Core » qui s'établit autour de 5,7%.

L'évolution historique des loyers et de la vacance (en termes de surface) se présente comme suit :

Patrimoine Cédé - Marseille

M€	Loyers constatés	Taux de vacance (en terme de surface)
30/06/2017	16,0	35%
31/12/2016	16,7	32%
31/12/2015	18,2	30%

Sources: Etat locatif de la société au 31/12/2015, 31/12/2016 et 30/06/2017

On observe donc sur ce patrimoine une augmentation progressive de la vacance, et une diminution des loyers quittancés.

Cette dégradation régulière s'explique principalement par deux éléments :

- Le départ de grandes enseignes comme PROMOD, CELIO, SINEQUANONE qui ont quitté leurs locaux rue de la République ;
- La renégociation des baux à la baisse sur le premier semestre 2017 des enseignes comme INDIGO GALLERY, LA POSTE, MCDONALD'S FRANCE et Q PARK. L'impact des de ces renégociations est de l'ordre de 250K€.



4.2.1.2. Le marché

Le marché de l'habitation à Marseille

Le parc immobilier d'habitation sur Marseille est principalement constitué d'appartements (83% en 2014 selon l'INSEE), le reste étant composé de maisons (16,2% en 2014).

Sur la commune de Marseille, plus de 40.000 logements sont considérés comme insalubres avec une concentration dans l'hyper centre-ville. Cependant 17 projets de renouvellement urbain sont répartis sur l'ensemble de la ville afin de revoir le parc d'habitation. Ces différents projets vont considérablement améliorer le parc d'habitation et produire un effet social et économique sur la ville.

Le centre-ville de Marseille se caractérise par la présence de plusieurs micros marchés, mélangeant des habitats qualitatifs avec des habitats abandonnés par leurs propriétaires, faute d'aménagements urbains ou de développement économique des activités commerciales de proximité.

Dans le centre-ville de Marseille, le marché haut de gamme cohabite avec un marché en récession. Ce phénomène se retrouve entre le bas et le haut de la rue de la République.

La rue de la République présente des valeurs locatives supérieures à la moyenne du secteur, avec un loyer mensuel moyen de 14€/m²hab/HC. Cette artère historique de standing, constituée principalement d'immeubles haussmanniens de caractère, est située dans les 1^{er} et 2^{ème} arrondissements reliant l'ancien et le nouveau port.

Les loyers de ce secteur sont néanmoins orientés à la baisse. Le secteur se caractérise par la présence d'une population avec un pouvoir d'achat moins élevé malgré la qualité des constructions. Par ailleurs la crise que traverse la France depuis l'été 2007 se traduit par une baisse du pouvoir d'achat à Marseille qui a fini par se matérialiser également dans les locations.

Le marché immobilier des locaux commerciaux à Marseille

L'offre commerciale marseillaise est très dense et se structure autour de trois grands pôles d'attraction régionale :

- Le centre-ville de Marseille, qui génère un chiffre d'affaires de 760 millions d'euros;
- La Valentine, avec ses 400 magasins et une offre de qualité tournée vers l'équipement de la maison, la culture et les loisirs;
- Le Grand Littoral qui accueille plus de 10 millions de visiteurs par an.

Le centre-ville de Marseille assure le rôle de centre-ville à vocation régionale. Il compte 5.900 commerces avec une zone de chalandise dont la population est estimée à 1,6 million d'habitants.

La ville de Marseille et en particulier son centre-ville ont connu des transformations profondes ces dernières années. En 2016, la Mairie et Marseille Provence Métropole ont engagé des travaux de rénovation et d'embellissement du centre-ville afin de le redynamiser (piétonisation, tramway). En l'espace de deux à trois ans, l'hyper centre et ses abords proches se seront enrichis de plus de 150.000m² commerciaux.



Désormais, le centre-ville comprend 5 centres commerciaux :

- Centre commercial Les Terrasses du Port : complexe ludo-commercial de plus de 60.000m² érigés à 20m au-dessus du niveau de la mer,
- Centre commercial les Voûtes de la Major (32 cellules),
- Centre commercial les Docks (60 commerces),
- Centre commercial du vélodrome (50 nouvelles boutiques sur 23.000m², dès 2017),
- Centre Bourse (24.606m²).

Globalement, il est à noter que le commerce de centre-ville à Marseille connaît une vive concurrence, et des difficultés : le taux de commerces inoccupés, passé de 9% à 15% entre 2008 et 2016, et le turnover important des enseignes, sont des signes de fragilité économique.

Dans ce contexte, l'attractivité de la rue de la République décline : de grandes enseignes nationales telles que PROMOD, CELIO ou encore SINEQUANONE sont récemment parties en congé. Les deux nouveaux centres commerciaux mise en exploitation (LES TERRASSES DU PORT ouvert en mai 2014 et le Prado qui ouvrira au second semestre 2017) ainsi que le CENTRE BOURSE en cours de rénovation ont capté les enseignes qui étaient présentes dans ce secteur.

Le marché des bureaux à Marseille

Sur la commune de Marseille, le marché immobilier d'entreprise se sépare entre les traditionnelles zones de « Centre-ville », le nouveau quartier d'affaires « Euroméditerranée », le Nord, le Sud, l'Est et la périphérie qui comprend les satellites d'Aubagne, La Ciotat et Vitrolles/Marignane.

Euroméditerranée reste le secteur « phare » de l'immobilier de bureaux à Marseille. Ce quartier d'affaires se compose d'immeubles de grand gabarit avec le centre commercial régional « Les Terrasses du Port » à ses portes.

L'offre future se stabilise à Marseille, et plus spécifiquement à Euroméditerranée, qui verra plusieurs livraisons d'importance à partir de 2018 : deux immeubles du site « Le Castel », la Tour « La Marseillaise » et l'opération « Cap Horizon » de Nexity Ywood à Vitrolles.

A Marseille, les bureaux de petite taille (de surface comprise entre 0 et 250m² utile) représentent 75% du marché des transactions de bureaux. Le recul des grandes transactions se confirme en 2016, avec une baisse de 75% en 2 ans.

Les valeurs moyennes à l'acquisition sur le secteur du centre-ville de Marseille en 2016 sont de 2.200€/2.700€/HD/m² pour des bureaux neufs ou restructurés et de 1.800€/1.900€/HD/m² pour le seconde main.



Les loyers des bureaux neufs restent stables sur le secteur intra-muros de Marseille. Les loyers des bureaux de seconde main restent quant à eux stables, mais avec un risque de légère baisse du fait du niveau de disponibilité et de la pression de l'offre neuve.

Les fourchettes de loyers en 2016 sur le secteur du centre-ville de Marseille sont de 275€/m²/an HT pour les bureaux neufs/restructurés et de 170€/m²/an HT pour des bureaux de seconde main.

4.2.2. Lyon Core (7%)

L'actif inclus dans le Patrimoine Cédé situé à Lyon est le siège historique de la Banque de France rue de la République. Il a changé de fonction suite à son acquisition par ANF IMMOBILIER en 2013, et accueille désormais deux locaux de commerces et des bureaux. Il représente 7% du patrimoine cédé.

Les principales caractéristiques de l'actif Lyonnais sont les suivantes :

Patrimoine Cédé - Lyon						
M€	Valeur d'expertise société 30/06/2017 ⁽¹⁾	Contr %	Surface (en m²)	Vacance ⁽²⁾	Loyers constatés (en M€)	Rendements bruts ⁽³⁾
Bureaux	2,2	7%	389	0%	0,1	5,2%
Commerces	30,5	93%	4 810	0%	1,4	4,5%
Total général	32,7	100%	5 199	0%	1,5	4,6%

⁽¹⁾ Valeur des actifs déterminée par les experts immobiliers d'ANF Immobilier (JLL / BNP / CBRE) au 30/06/2017

⁽²⁾ En terme de surface (surface vacante/ total surface)

⁽³⁾ Loyers constatés au 30/06/2017 / valeur d'expertise de la société au 30/06/2017

Source: Etat locatif de la société au 30/06/2017

L'actif Lyonnais est un actif dit « Core ». Contrairement au patrimoine de Marseille il ne présente pas de vacance. Il génère un loyer de 1,5M€ et dégage un rendement brut de 4,6%.



5. Evaluation des actifs du Patrimoine Cédé

Par référence aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère des actifs du Patrimoine Cédé de la société ANF IMMOBILIER. Celle-ci a été définie avec le collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins, qui l'a mise en œuvre. Le résultat de ces travaux figure dans leur rapport présenté en Annexe 3.

5.1. Méthodes d'évaluation écartées pour l'évaluation de ANF IMMOBILIER

S'agissant d'une opération de cession d'actifs immobiliers, les méthodes usuelles d'évaluation d'actions ou de sociétés ne trouvent pas à s'appliquer. En conséquence, nous avons écarté les méthodes suivantes :

- L'actif net comptable ;
- L'analyse du cours de bourse et des objectifs de cours des analystes ;
- Les comparables boursiers ;
- La capitalisation des dividendes ;
- L'actif net comptable réévalué (ANR) :

S'agissant d'une opération de cession d'actifs immobiliers, cette méthode ne trouve pas à s'appliquer directement, elle n'a donc pas été retenue. Cependant, et comme nous y reviendrons plus en détail (cf. § 5.2), nous avons examiné la contribution du Patrimoine Cédé à l'ANR publié de la société ANF IMMOBILIER (valeurs d'expertise).

- L'actualisation des flux futurs de trésorerie :

Nous ne disposons pas de prévisions de résultat ou de cash-flow sur un périmètre autonome cédé. En conséquence, nous n'avons pas été en mesure de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie. Cette méthode a donc été écartée.

Pour autant, le collège d'experts immobiliers que nous avons mandatés retenant, entre autres, une approche de valorisation intrinsèque par capitalisation des loyers, l'application de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie aurait été redondante avec cette approche.

- Les transactions comparables :

Nous n'avons identifié aucune transaction qui présenterait un caractère comparable à la présente opération, notamment en termes de taille, de nature d'actifs, de localisation et de concentration géographique. Cette méthode a donc été écartée.



5.2. Méthodes d'évaluation retenues pour l'évaluation de ANF IMMOBILIER

Nous avons retenu les approches suivantes, définies en relation avec le collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins, qui les a mises en œuvre.

A titre principal :

- **Méthode par capitalisation (stratégie de conservation / détention) :**

Cette méthode consiste à capitaliser les loyers théoriques en fonction des taux de capitalisation observés sur des actifs de même nature pour fixer la valeur des biens immobiliers.

Elle traduit la valeur du point de vue d'un investisseur de long terme qui bénéficiera du rendement procuré par ces loyers.

- **Valeur en cas de cession par blocs de lots (stratégie d'arbitrage) :**

Cette méthode consiste à simuler la cession par blocs de lots du Patrimoine cédé sur une durée raisonnable en fonction de la capacité estimée d'absorption du marché.

Il s'agit ici de déterminer le prix que serait prêt à payer immédiatement un opérateur immobilier qui procéderait à cette opération d'achat puis de vente à la découpe.

A titre secondaire :

- **Méthode « Cash on Cash » :**

Cette approche consiste à déterminer le prix qu'un investisseur serait prêt à payer pour acheter les actifs compte tenu des loyers escomptés sur le patrimoine et du taux de rendement minimum qu'il exigerait pour un investissement de même nature.

Il ne s'agit donc pas ici d'apprécier la valeur du point de vue du cédant, mais de celui d'un acquéreur potentiel qui récupérerait l'actif dans son état actuel pour ensuite l'exploiter.

A titre d'information :

- **Etude de la contribution à l'ANR publié :**

La société publie semestriellement son ANR en fonction d'une évaluation de chacun de ses biens immobiliers à dire d'expert. Cette donnée publique constitue une référence que nous avons examinée, quand bien même l'ANR publié ne reflète pas nécessairement le prix de cession d'un bloc important, qui résulte d'une somme de valeurs individuelles établies dans un cadre donné.

Nous avons analysé la valeur contributive des actifs immobiliers du Patrimoine Cédé à l'ANR publié.



5.3. Mise en œuvre de la valorisation des actifs du Patrimoine Cédé

5.3.1. Un prix issu d'un processus de consultation

Préalablement à la mise en œuvre des critères d'évaluation, il convient de rappeler que la présente transaction est intervenue à l'issue d'un processus compétitif initié par la société au cours duquel :

- 5 acquéreurs potentiels ont été contactés (les acquéreurs potentiels étaient tous des SIIC) ;
- 3 acquéreurs potentiels ont soumis des offres indicatives ;
- 3 acquéreurs potentiels ont soumis des offres fermes ;
 - Deux offres pour les actifs « Core » uniquement (hors « Héritage »),
 - Une seule offre portant sur les actifs « Héritage » (Patrimoine Cédé) à savoir l'offre de PRIMONIAL, objet de ce rapport.

5.3.2. Méthode de capitalisation (à titre principal)

Ainsi que cela ressort de leur rapport joint en Annexe 3, le collège d'experts immobiliers indépendants a mis en œuvre une approche par capitalisation fondée sur le dernier état locatif connu, à savoir celui au 31 mai 2017. Dans cette approche, les loyers observés ont été maintenus jusqu'au terme des baux, pour leur substituer ensuite des loyers de marché.

Au global, le loyer de marché pour l'ensemble du périmètre est estimé à 23,4M€ (avant vacance).

Les principales hypothèses considérées peuvent être résumées de la manière suivante :

- Taux de capitalisation :
 - Habitation en loyer libre : le revenu brut des loyers a été capitalisé sur la base d'un taux de rendement de 4,25%,
 - Habitation sous le régime de la Loi de 1948 : le revenu brut des loyers a été capitalisé sur la base d'un taux de rendement de 2,5%,
 - Commerce et bureau : la valeur locative déterminée a été capitalisée sur la base d'un taux de rendement différent en fonction de la situation du bien sur la rue de la République ou sur une rue perpendiculaire. La réversion locative positive ou négative a été appliquée au résultat en fonction de la date de fin de bail.
- Traitement de la vacance actuelle :
 - Habitation en loyer libre : absence d'abattement (i.e. capitalisation de la valeur locative de marché sur la base d'un taux de rendement de 4,25%),
 - Commerce et bureau : prise en compte de deux mois de vacance supplémentaires, d'une franchise de loyer de six mois et d'honoraires de commercialisation sur la base de 15% du loyer brut, conformément aux usages.
- Vacance structurelle : 7,5% (ce taux est à comparer à la vacance réelle de 35% mesurée par rapport aux surfaces).



Par ailleurs, il a été tenu compte de dépenses d'investissements normatives de 30,9M€, proches des dépenses d'investissement prévues dans les états de gestion de la société qui s'établissent à 27,5M€ sur les années à venir.

Dans ce cadre, la valeur par capitalisation du Patrimoine Cédé s'établit comme suit :

Experts Immobiliers - Valorisation du Patrimoine Cédé

M€	Marseille	Lyon/BDF	Valeur totale	Prix offert
Capitalisation brute	458	32	490	
Vacance	(34)	-	(34)	
Capex	(31)	- *	(31)	
Capitalisation nette	393	32	425	401
Décote/Prime du prix offert par rapport à la valeur totale				-6%

Selon cette approche, la valorisation centrale du Patrimoine Cédé s'établit à **425M€**

Des tests de sensibilité ont été conduits sur les taux d'occupation financier/vacance⁶ et le montant des investissements retenus :

Sensibilité au taux d'occupation financier

Taux d'occupation financier	Taux de vacance financier	Valeur (M€)
95,00%	5,00%	436
92,50%	7,50%	425
90,00%	10,00%	413

Sensibilités au CAPEX

Capex	Valeur (M€)
27,50	428
30,85	425
33,00	423
35,00	421

Sur la base de ces évaluations conduites par le collège des experts immobiliers indépendants, nous retenons une valeur par capitalisation comprise entre **413M€** et **436M€**

⁶ Une vacance de 7,5% correspond à un taux d'occupation financier de 92,5%



5.3.3. Valeur en cas de cession par lots (à titre principal)

Les hypothèses retenues par les experts immobiliers mandatés par nos soins dans le cadre de cession par lots sont les suivantes :

- Étalement des cessions :
 - Commerces et bureaux : cession en 4 années à travers 4 blocs correspondant aux 3 tronçons de la rue de la République et à celui qualifié « autres » par la société foncière ANF IMMOBILIER,
 - Locaux désignés « Autres » : cession en deux années (éventuellement avec un portefeuille commerce ou bureau),
 - Habitation : cession en 6 années, d'une part en lot par lot aux occupants qui le souhaitent et libres de toute occupation au fur et à mesure des libérations. De la même façon, les appartements meublés seront cédés sur 6 années également,
 - Accessoires : cession avec les lots principaux auxquels ils sont rattachés,
 - Locaux professionnels : cession en 2018, dès la mise en copropriété, aux occupants ou à des investisseurs en cas de refus des occupants,
 - Parkings : cession 2018 en blocs ou à l'unité en fonction de leur localisation.

- Autres hypothèses structurantes :
 - Les loyers sont diminués au fur et à mesure du processus de cession. Les charges non récupérables sont déduites par application d'un taux forfaitaire de 33% correspondant à celui du BP d'acquisition d'un investisseur souhaitant réaliser un fonds dédié,
 - Les frais de cession correspondant aux honoraires des commercialisateurs en charge de la cession sont déduits à hauteur de 4% HT du montant des cessions hors droits pour les habitations et de 1,5% HT pour l'immobilier d'entreprise,
 - Les frais de mise en copropriété et de diagnostics nécessaires aux ventes sont retenus à hauteur de 2,5% du produit de cession hors droits conformément aux usages,
 - La marge de l'opérateur qui réaliserait cette opération massive de cession serait de 10% de la valeur hors droits des actifs immobiliers,
 - Par ailleurs plusieurs compartiments seront cédés en blocs générant des économies d'échelle.



Les flux futurs ont été actualisés au taux d'actualisation de 6%, déterminé sur la base d'un taux de 4,5% applicable à des flux sécurisés dans les sociétés foncières et d'une prime de risque de 1,5%, inhérente à une opération de cette nature et de cette ampleur.

Après actualisation au taux de 6%, la valeur actuelle nette des flux futurs d'une telle opération serait de 308M€ hors droits et taxes, pour le patrimoine marseillais. L'immeuble Banque de France situé à Lyon a été maintenu pour une valeur par capitalisation jugée représentative du prix de cession attendu (soit 32M€).

Experts Immobiliers - Valorisation du Patrimoine Cédé

M€	Marseille	Lyon/BDF	Valeur totale	Prix offert
Cession par groupe de lot	308	32	340	401
Décote/Prime du prix offert par rapport à la valeur totale				18%

En additionnant à la valeur du portefeuille de Marseille (308M€) la valeur de l'actif Banque de France à Lyon (32M€), la valorisation du Patrimoine Cédé s'établit à **340M€**

Des tests de sensibilité ont été conduits sur les taux d'actualisation et de marge de commercialisation retenus :

Cession lot par lot Marseille

Sensibilités au taux d'actualisation

Taux d'actualisation	Valeur (M€)
5,50%	345
5,75%	342
6,00%	340
6,25%	338
6,50%	336

Sensibilités à la marge au taux de 10%

Taux de marge	Valeur (M€)
7,00%	351
10,00%	340
12,00%	333
15,00%	321

L'évaluation conduite par le collège d'experts immobiliers indépendant se situe dans le cadre où la commercialisation est confiée à un tiers, rémunérée par une marge de 10%.

De manière alternative, nous avons considéré le cas où la commercialisation serait réalisée directement par la société qui conserverait donc cette marge. Dans ce cadre, la valeur du Patrimoine Cédé s'établit à 378 M€. Ce montant constitue, selon nous, une valeur haute, dès lors qu'elle n'intègre pas les coûts de gestion supplémentaires que la société devrait supporter dans ce cas. De plus, cette valeur est supérieure à la fourchette des analyses de sensibilité.

Sur ces bases, nous retenons pour ce critère une valeur comprise entre **340M€** (valeur centrale des experts immobiliers mandatés par nos soins) et **378M€** (valeur centrale en cas de commercialisation par la société).



5.3.4. Méthode Cash on Cash (à titre secondaire)

Les experts immobiliers ont également retenu une approche dite « cash on cash » ou Return On Equity (ROE) déterminant la valeur d'acquisition pour un investisseur en fonction de ses contraintes de rendement.

Les hypothèses générales suivantes ont été retenues :

- ROE de 3% dès la première année (sans croissance notable ensuite) et effet de levier de 40% (LTV) qui constitue actuellement le plafond accepté par les compagnies d'assurances en raison des règles de Solvency 2 ;
- Durée de 8 années ;
- Financement à 60% en fonds propres et à 40% par endettement ;
- Coût de la dette de 2,5% ;
- Revenu brut des loyers de 16,04M€ conformément au dernier état locatif communiqué.

Pour le passage du revenu brut au revenu net, les paramètres ci-après ont été retenus :

- Taux d'occupation financier de 99% afin de prendre en compte les franchises de loyers, la vacance saisonnière des meublés et les renégociations des commerces. Le revenu brut théorique des loyers (revenu brut des loyers + valeur locative des locaux vacants) n'a pas été retenu puisque le fonds doit garantir au départ un cash on cash de 3%. Par conséquent, les efforts de relocation qui permettront d'améliorer le TOF actuel de 69,4% viendront dans le temps améliorer la performance et surtout le TRI final ;
- Taxe foncière sur les propriétés bâties de 5,2% du revenu brut des loyers ;
- Impayés sur les loyers : 1,5% du revenu brut des loyers ;
- Entretien courant : 10 €/m²/an sur la totalité de la surface habitable ou utile non pondérée ;
- Remises en état locative afin de pouvoir relouer les locaux : 3,5% du revenu brut des loyers ;
- Gros entretien et grosses réparations (article 606 du code civil) : 9% du revenu brut des loyers compte tenu de l'importance des travaux de rénovation à prévoir et de l'importance de la vacance locative. En particulier, des restructurations de pièces mansardées sont nécessaires notamment pour valoriser les locaux vacants ;
- Administration de biens : 4,5% du revenu brut des loyers ;
- Assurances propriétaire : 1,44€/m²/an sur la totalité de la surface habitable ou utile non pondérée.



Par ailleurs, nos experts ont retenu également des hypothèses spécifiques au fonctionnement du véhicule d'investissement :

- Frais de dépositaires : 0,01% de la valeur vénale des actifs (Gross asset value) ;
- Frais de commissariat aux comptes : 50.000€ annuel ;
- Frais d'expertise en évaluation immobilière : 0,035% de la valeur vénale des actifs (Gross asset value) ;
- Commission de gestion pour la société de gestion de 0,7% du revenu brut des loyers ;
- Une commission de montage acquise à la société de gestion de 0,9% de la valeur vénale des actifs droits inclus (Gross asset value).

Experts Immobiliers - Valorisation du Patrimoine Cédé

M€	Marseille	Lyon/BDF	Valeur totale	Prix offert
Cash on Cash	343	32	375	401
Décote/Prime du prix offert par rapport à la valeur totale				7%

Sur la base de ces éléments, un investisseur serait prêt à payer un prix de **375M€** pour le Patrimoine Cédé.

Notons ici que la valeur attribuée au patrimoine marseillais correspondrait à un TRI de 5,39% pour l'investisseur.

Des tests de sensibilité ont été conduits sur les taux d'actualisation et de marge retenus :

Approche Cash on Cash

Sensibilités au revenu

Revenu (M€)	Valeur (M€)
14,0	320
15,0	347
16,0	375
17,0	400
18,0	426

Sensibilités au gros entretiens

Gros entretiens	Valeur (M€)
5%	397
7%	386
9%	375
11%	363
13%	352

Sur la base de ces évaluations conduites par le collège des experts immobiliers indépendants, nous retenons une valeur par la méthode cash on cash comprise entre 320M€ et 426M€.



5.3.5. Contribution à l'ANR (à titre informatif)

5.3.5.1. Présentation des ANR publiés

ANF IMMOBILIER se conforme à la norme IFRS 13 « Évaluation de la juste valeur » et publie son actif net réévalué chaque semestre.

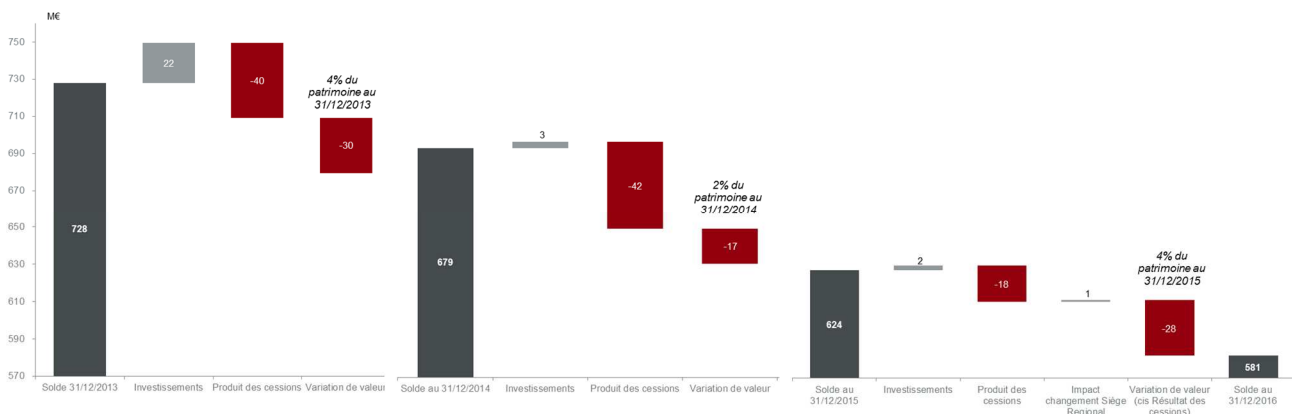
Dans ce cadre, chaque bien immobilier fait l'objet d'une évaluation propre par un expert extérieur à la société (l'évaluation des biens est répartie entre JONES LANG LASALLE et BNP PARIBAS REAL ESTATE EXPERTISE et, depuis le 1^{er} semestre 2017, CBRE est venu s'ajouter à ces deux experts immobiliers historiques d'ANF IMMOBILIER).

Les évaluations ainsi réalisées font donc l'objet d'une actualisation semestrielle dans le cadre d'une permanence des méthodes.

Concernant le Patrimoine Cédé, la valeur retenue correspond à la moyenne d'une valeur par capitalisation et d'une valeur par comparaison.

L'ANR est ensuite déterminé par sommation de ces valeurs individuelles, après prise en compte des autres actifs et sous déduction des passifs.

Dans ce cadre, l'évolution historique de la valeur de la totalité du patrimoine marseillais de la société (pour l'essentiel les actifs marseillais du Patrimoine Cédé), telle qu'elle résulte des documents de référence, se présente comme suit :



Nous constatons une baisse régulière de la valeur d'expertise globale de ce patrimoine.



5.3.5.2. Contribution du Patrimoine Cédé aux valeurs d'expertise

Ramené au strict Patrimoine Cédé, les valeurs d'expertises s'établissent comme suit (avant déduction des passifs y afférents) :

M€	31/12/2016	30/06/2017	Var
Patrimoine Cédé	502	483	(19)

Source: Rapports et documents de synthèse des experts immobiliers d'ANF Immobilier

L'analyse de détail des évolutions sur le semestre montre que sur 19,2M€ de baisse de valeur, 12,4M€, soit 65% de la baisse de valeur, résultent d'une évolution sur le périmètre attribué au nouvel expert CBRE alors que celui-ci n'examine que 14,6% du patrimoine (par rapport à la valeur d'expertise au 31 décembre 2016), sans être en mesure d'en tirer une conclusion.

Ces constats, qui traduisent une évolution tendanciellement baissière du patrimoine, sont à mettre au regard de ceux effectués sur la dégradation de la vacance et de l'état locatif (cf. § 4.2).

Ces éléments de contexte rappelés, les décotes induites par les valeurs d'expertise de la société du patrimoine de la société au 31/12/2016 et 30/06/2017 sont les suivantes :

Valorisation du patrimoine Cédé - Contribution aux valeurs d'expertise			
M€	31/12/2016	30/06/2017	Var
Valeur d'expertise du Patrimoine Cédé	502	483	(19)

Source: Rapports et documents de synthèse des experts immobiliers d'ANF Immobilier

Prix de vente	401
Décote	-20% -17%

A titre subsidiaire, notons que ces valeurs d'expertises ne peuvent pas être directement comparées aux résultats des évaluations conduites par le collège d'experts indépendants, dès lors notamment que :

- Les valeurs d'expertise procèdent d'une moyenne de critères traduisant des situations différentes :
 - o Un acquéreur investisseur privilégierait la capitalisation du revenu, son critère d'appréciation principal étant le rendement locatif,
 - o Un acquéreur utilisateur privilégierait la méthode par comparaison,

alors que nous présentons les résultats de chaque critère mis en œuvre,

- Les valeurs d'expertise résultent de la somme des valeurs individuelles de chaque lot dans le cadre de leur exploitation par ANF IMMOBILIER, alors que nous présentons une évaluation globale du périmètre dont la cession est envisagée. Nous nous plaçons donc dans le cadre de la vente en bloc d'un parc immobilier très concentré en considérant notamment, pour l'approche par capitalisation, un niveau de vacance structurelle applicable à un patrimoine de cette taille.



De plus, un taux élevé de vacance réelle et financière, comme c'est le cas ici, impacte l'offre d'un acheteur lors de la négociation, ce dont il convient de tenir compte dans le présent contexte d'une cession. Pour rappel, dans les valeurs d'expertises, les logements vacants à la date de l'expertise sont considérés loués après une période comprise entre 3 mois et 24 mois (à laquelle d'ajoute, le cas échéant, une période de travaux) et donc, au final, l'intégralité des logements sont théoriquement loués.

- Les évaluations conduites par le collège des experts immobiliers indépendants ne s'inscrivant pas dans le cadre de l'information règlementée, ils ont pu mettre en œuvre des critères alternatifs, comme la simulation d'une cession par bloc de lots ou une approche « cash on cash », qu'un investisseur aurait retenus et qui n'entrent pas dans le champ des travaux des experts de la société.

6. Opérations connexes pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Bien immobilier « Quai du Port »

« L'un des Immeubles est l'immeuble situé 66, quai du Port à Marseille dénommé « Quai du Port ». Eurazeo est propriétaire de l'Immeuble « Quai du Port ». En conséquence, Eurazeo sera signataire de la Promesse et de l'Acte de Vente portant sur cet immeuble. Figure en Annexe 8.8 l'original de la lettre d'adhésion aux termes et stipulations du présent Protocole signé par Eurazeo ».

Le prix de cession de ce bien apparait nettement inférieur à sa valeur estimée par le collège d'experts immobiliers mandaté par nos soins.

Nous relevons également qu'il intègre une décote par rapport aux valeurs d'expertise d'ANF IMMOBILIER légèrement plus élevée que la décote moyenne constatée sur le Patrimoine Cédé.

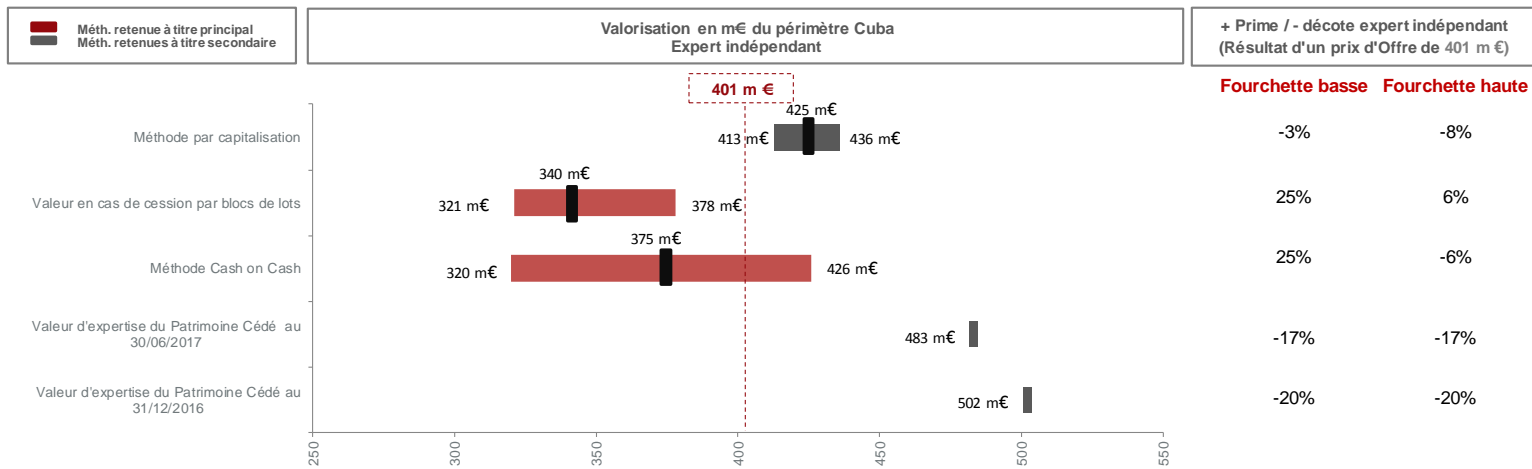
De plus, l'actif « Quai du Port » est inclus dans le Patrimoine Cédé à PRIMONIAL, bien que son propriétaire soit EURAZEO, actionnaire majoritaire d'ANF IMMOBILIER. La contribution à l'ANR de cet actif est non significative au regard du prix global proposé pour les actifs du Patrimoine Cédé (de l'ordre de 0,1%), de sorte qu'une variation de son prix n'aurait pas d'incidence notable sur le prix revenant à ANF IMMOBILIER.

Par conséquent, cette opération connexe n'apparait pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix offert pour le Patrimoine Cédé.

7. Synthèse et conclusion

7.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation

Ainsi, à l'issue de nos travaux, le prix de cession des actifs du Patrimoine Cédé de 400.792.419 euros se positionne de la manière suivante par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugé pertinentes :





7.2. Conclusion

Le prix de 400.792.429€, correspondant au prix contractuel de 416.192.429€ diminué de l'indemnité de rendement de 15.400.000€, proposé pour les actifs du Patrimoine Cédé s'inscrit en conclusion d'un processus de mise en concurrence organisé en direct par la société ANF IMMOBILIER.

Par rapport aux valeurs obtenues selon les méthodes de valorisations mises en œuvre par le collège d'experts immobiliers indépendants que nous avons mandatés :

- Le prix proposé présente une décote de (6)% par rapport la valeur centrale de la méthode par capitalisation. Ce niveau de décote nous semble raisonnable au regard des paramètres retenus dans cette méthode dont notamment la prise en compte d'un loyer de marché pour l'intégralité des actifs immobiliers et l'hypothèse d'une vacance structurelle de 7,5% (à comparer avec une vacance réelle de 35%).
- Le prix proposé présente une prime comprise entre 6% et 25% par rapport à la valeur selon la méthode consistant à simuler une cession progressive des actifs du Patrimoine Cédé, comprise entre 321M€ et 378M€.
- A titre secondaire, l'approche par le rendement, en retenant un niveau de rendement de 3% sur les actifs du Patrimoine Cédé (qui serait exigé par un investisseur), ressort à 375M€, montant inférieur au prix offert.

Les valeurs d'expertises constatées au 31 décembre 2016, soit 502M€, et au 30 juin 2017, soit 483M€, sont des valeurs résultant d'un travail de valorisation normé et récurrent dans le cadre des obligations de publication d'ANF IMMOBILIER. Dans le contexte de la cession envisagée du Patrimoine Cédé, ces valeurs d'expertises ne constituent pas, selon nous, une référence de valeur pertinente.

Par ailleurs, la cession de l'actif « 66 quai du Port », propriété d'EURAZEO, n'est pas réalisée dans des conditions plus favorables que celles de la cession des autres actifs.

Au terme de nos travaux, nous considérons que le prix proposé pour les actifs du Patrimoine Cédé est équitable pour ANF IMMOBILIER, et les autres modalités de la transaction n'appellent pas de remarque de notre part.

Fait à Paris, le 23 octobre 2017

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN
Associé

Olivier PERONNET
Associé



Liste des Annexes

Annexe 1 : Présentation du cabinet FINEXSI et détail de son intervention

Annexe 2 : Protocole de détournage conclu entre ANF IMMOBILIER et PRIMONIAL REIM

Annexe 3 : Rapport d'expertise du collège d'experts immobiliers mandaté



Annexe 1 : Présentation du cabinet FINEXSI et détails de son intervention

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
mars-16	Fimalac	Fimalac	Société Générale (Crédit Agricole CIB / CIC / BNP Paribas)	Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur ses propres titres
avr.-16	GFI	Mannai Corporation	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
avr.-16	Grand Marnier	Davide Campari Milano S.P.A	Bank of America Merrill Lynch	Offre Publique d'Achat
mai-16	SAFT	Total	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
oct.-16	Solocal	NA	NA	Augmentation de capital réservée
nov.-16	Ausy	Randstad	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
janv.-17	Areva	NA	NA	Augmentation de capital réservée
mai-17	Eurodisney	The Walt Disney Company	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-17	Christian Dior	Semyrhamis (Groupe Familial Arnault)	Rothschild (Crédit Agricole CIB / Société Générale / Natixis)	Offre Publique Mixte Simplifiée
juin-17	Futuren (ex Theolia)	EDF Energies Nouvelles	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juin-17	Banque Fédérative du Crédit Mutuel	CIC	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
juil.-17	Areva	Etat Français	Odoo	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
sept.-17	SFR	Altice	JPMorgan / BNP Paribas	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers :

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.



Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1** - Prise de connaissance détaillée de l'opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- 2** - Examiner l'ANR au 31 décembre 2016 et son évolution au 30 juin 2017 sur la base des expertises immobilières réalisées par la société ;
- 3** – Donner mandat, pour nous assister dans le cadre de notre mission d'expertise indépendante, un collège d'experts immobiliers composé de :
 - Monsieur Philippe MALAQUIN, Chatered Surveyor, et expert immobilier agréé par la Cour de Cassation ;
 - Monsieur Claude LOBJOIE, FRICS Registered Valuer, et expert en estimations immobilières près la Cour d'appel de Paris.

La mission confiée au collège d'experts immobiliers a consisté à :

- Effectuer une revue approfondie des expertises réalisées par les experts mandatés par la société au 30 juin 2017 (soient BNP RE, JLL et CBRE) ;
 - Apprécier la pertinence des critères utilisés dans le cadre spécifique de la cession du Patrimoine Cédé ;
 - Apprécier les paramètres utilisés par les experts immobiliers de la société, et le cas échéant, proposer des données alternatives et leur impact sur la valorisation des actifs ;
 - Sur ces bases, présenter une appréciation globale de la valorisation du Patrimoine Cédé selon une approche multicritères.
- 5** - Examiner, avec le concours du collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins :
 - les spécificités du Patrimoine Cédé (nature des immeubles, répartition géographique, etc...), et si nous disposons des informations nécessaires, sa performance financière ;
 - les évaluations des experts immobiliers désignés par la société, en reconstituant le résultat de chacun des critères mis en œuvre et apprécier les décotes retenues ;
 - les différences de valorisation entre le rapport du nouvel expert immobilier (CBRE) mandaté par ANF IMMOBILIER sur le Patrimoine Cédé au 30 juin 2017 et les rapports des experts immobiliers historiques au 31 décembre 2016 sur le périmètre couvert par CBRE ;
 - 8** - Motiver l'exclusion des méthodes d'évaluation écartées, présenter et justifier les méthodes d'évaluation retenues
 - 9** - Obtention des lettres d'affirmation d'un représentant d'ANF IMMOBILIER et d'un représentant d'EURAZEO
 - 10** - Revue indépendante
 - 11** - Rédaction du rapport



Calendrier de l'étude :

17 mai 2017	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER.
7 juin 2017	Réunion avec le collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins pour leur présenter l'opération.
16 juin 2017	Réunion de travail avec le collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins sur leur première appréciation des actifs du Patrimoine Cédé.
21 Juin 2017	Présentation de la mission de l'expert indépendant au Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER.
21 Juin 2017	Réunion avec les membres indépendants du Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER.
3 juillet 2017	Réunion téléphonique avec Monsieur HABERKORN concernant l'avancée de nos travaux de valorisation sur le Patrimoine Cédé.
4 juillet 2017	Point d'étape avec le collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins sur la valorisation du Patrimoine Cédé.
7 juillet 2017	Réunion avec Monsieur Grégory FRAPET, Directeur Général de PRIMONIAL, pour la présentation de sa vision de l'opération et d'éléments de compréhension du prix offert pour le Patrimoine Cédé.
7 juillet 2017	Point d'étape avec le collège d'experts immobiliers mandatés par nos soins sur la valorisation du Patrimoine Cédé.
11 juillet 2017	Réunion avec les membres indépendants du Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER, pour la présentation de nos premiers éléments de valorisation du Patrimoine Cédé.
19 juillet 2019	Réunion avec les membres indépendants du Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER, pour la présentation de notre projet de rapport.
19 et 20 juillet 2017	Revue indépendante.
23 octobre 2017	Obtention des lettres d'affirmation.
23 octobre 2017	Remise du rapport d'évaluation et tenue du Conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER.



Liste des principales personnes rencontrées ou contactées :

ANF IMMOBILIER

- Monsieur Renaud HABERKORN, Président du Directoire
- Madame Ghislaine SEGUIN, Directrice Général adjoint
- Monsieur Laurent MILLERON, Directeur de l'ingénierie financière et de la communication
- Madame Laura PERAL-MERCIER, Responsable Asset Management
- Monsieur Sébastien GUEZET, Directeur de la gestion financière

PRIMONIAL :

- Monsieur Grégory FRAPET, Directeur Général de PRIMONIAL REIM

Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par la société :

- Documents de référence 2016
- Tableau de bord - Etat locatifs et expertises au 31/12/2016 et au 30/06/2017
- Rapports d'expertises immobilières BNPP, JLL au 31/12/2016 et au 30/06/2017
- Rapport d'expertise immobilière de CBRE au 30/06/2017
- Management présentation du 03/02/2017
- Valorisation d'actifs du Patrimoine Cédé présentée par CFI (4-6-8 et 12-14 République)
- Valorisation d'actifs du Patrimoine Cédé présentée par CBRE (4-6 et 8 République)
- Offres indicatives Sofidy et Swiss Life 260916 portant sur certains actifs cédés
- Présentation de l'opération Gulfstream du 17/05/2017 au Conseil de surveillance de la société

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé) et Lucas ROBIN (Associé) ont été assistés de Messieurs Jean-Bernard ROMANIK (Manager), Charles BOURRAS (Senior), Patrice HEYMANN (analyste), Alban DUCASSY (analyste), Madame Camille GIRARDET (analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet.



**Annexe 2 : Projet du Protocole de détournement conclu entre ANF IMMOBILIER et
PRIMONIAL**



PROTOCOLE DE DETOURAGE

Entre

ANF IMMOBILIER

et

PRIMONIAL CAPIMMO

Le 20 juillet 2017

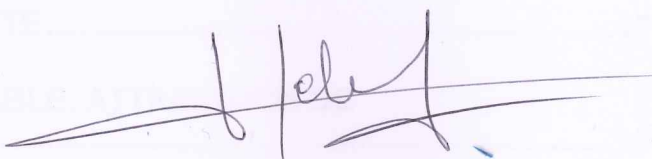
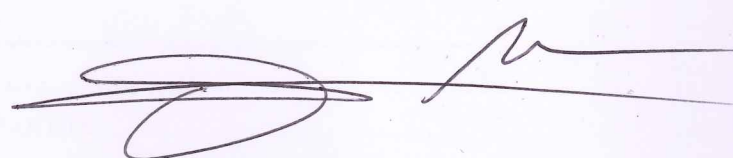


TABLE DES MATIERES

ARTICLE 1 - DUE DILIGENCE	6
ARTICLE 2 - DIAGNOSTICS TECHNIQUES	6
ARTICLE 3 - PROMESSE DE CESSION – PROMESSE D’ACQUISITION	8
ARTICLE 4 - PRIX DE CESSION	10
ARTICLE 5 - CESSION DE ANF REPUBLIQUE	10
ARTICLE 6 - PERIODE TRANSITOIRE	10
ARTICLE 7 - SINISTRES	12
ARTICLE 8 - STIPULATIONS PARTICULIERES DE LA PROMESSE.....	12
8.1 INDEMNITE DE RENDEMENT	12
8.2 INDEMNITE D’IMMOBILISATION	13
8.3 CONTRATS EN COURS	13
8.4 IMPAYES - RETARDS DE PAIEMENT DE LOYERS ET DE CHARGES	13
8.5 CONTENTIEUX EN COURS	14
8.6 PROGRAMME DE TRAVAUX	14
8.7 IMMEUBLE « BANQUE DE FRANCE »	14
8.8 IMMEUBLE « QUAI DU PORT »	14
8.9 INDIVISIBILITE	14
ARTICLE 9 - NON SOLLICITATION.....	14
ARTICLE 10 - NEGOCIATION - INTEGRALITE DU CONTRAT - DUREE.....	15
ARTICLE 11 - FRAIS	16
ARTICLE 12 - DIVISIBILITE	16
ARTICLE 13 - NOTIFICATIONS	16
13.1 PRINCIPE DE NOTIFICATIONS	16
13.2 COORDONNEES DE NOTIFICATIONS DES PARTIES.....	17
ARTICLE 14 - CONFIDENTIALITE	17
ARTICLE 15 - DROIT APPLICABLE, ATTRIBUTION DE COMPETENCE	18

15.1	DROIT APPLICABLE	18
15.2	ATTRIBUTION DE COMPETENCE.....	18

PROTOCOLE DE DETOURAGE

ENTRE :

La société **ANF Immobilier**, société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de EUR 19.009.271, dont le siège social est situé 1, rue Georges Berger à Paris (75017), identifiée au SIRENE sous le numéro 568 801 377 RCS Paris, représentée par Monsieur Renaud Haberkorn, dûment habilité aux fins des présentes en vertu d'une décision du Conseil de Surveillance dont une copie figure en annexe des présentes (**Annexe 0**),

(ci-après dénommée « **ANF** »)

D'UNE PART

ET :

La société **Primonial Capimmo**, société civile à capital variable dont le siège social est situé 83/85 avenue Marceau à Paris (75016), identifiée au SIRENE sous le numéro 499 341 469 RCS Paris, représentée par

Primonial REIM, société anonyme à directoire et conseil de surveillance dont le siège social est situé 83/85 avenue Marceau à Paris (75016), identifiée au SIRENE sous le numéro 531 231 124 RCS Paris, elle-représentée par Monsieur Gregory Frapet, dûment habilité aux fins des présentes en sa qualité de Directeur Général,

(ci-après dénommée « **Primonial** »)

D'AUTRE PART

EXPOSE :

- (A) ANF est propriétaire d'un portefeuille immobilier (le « **Portefeuille** ») composé de divers immeubles (les « **Immeubles** ») situés à Marseille, à destination d'habitation, de commerce et de bureaux et à Lyon, pour l'un des Immeubles à destination de commerce et de bureaux, dont la liste figure à l'**Annexe A**.
- (B) Dans le cadre du projet de cession par la société Eurazeo, société européenne dont le siège social est situé 1, rue Georges Berger à Paris (75017), identifiée au SIRENE sous le numéro B 692 030 922 RCS Paris (« **Eurazeo** ») de son bloc de contrôle dans le capital de ANF (le « **Bloc** ») à la société Icade, société anonyme dont le siège social est situé Millénaire 1, 35 rue de la Gare à Paris (75019), identifiée au SIRENE sous le numéro 582 074 944 (« **Icade** »), Primonial s'est proposé d'acquérir les Immeubles et de conclure à cet effet avec ANF une promesse synallagmatique de vente sous conditions suspensives dans des termes substantiellement conformes à ceux du projet figurant en **Annexe B1** (la « **Promesse** ») dont la conclusion constitue une condition suspensive du contrat de cession du Bloc qui doit être conclu entre Eurazeo et Icade (le « **Contrat de Cession** »), dans la mesure où Icade ne souhaite pas que ANF conserve la propriété des Immeubles qui devront être cédés après la réalisation de l'acquisition du Bloc.

Parallèlement, ANF a proposé à Primonial de se porter acquéreur de la totalité des parts composant le capital social et de l'intégralité des droits de vote de la société ANF République, société à responsabilité limitée immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Marseille sous le numéro 508 999 81, dont le siège social est situé 4 place Sadi Carnot à Marseille (13002) (« **ANF République** ») qui exerce une activité de sous-location de locaux d'habitation et de bureaux meublés portant sur certains Immeubles situés à Marseille (ensemble avec le Portefeuille, le « **Portefeuille Global** »)

Dans ce contexte, depuis le 24 mai 2017, Primonial et ses conseils ont eu accès à une data-room électronique comprenant des informations et documents relatifs au Portefeuille Global ainsi que depuis le 28 juin 2017 à une data-room physique portant sur les fiches de révision foncière en la possession d'ANF (ensemble « la « **Data-Room** »).

Primonial et ses conseils, ont mené une analyse tant juridique que fiscale, financière, comptable et technique des documents et informations mis à leur disposition dans la Data Room (les « **Documents** »), cette analyse incluant des visites de certains des Immeubles (la « **Due Diligence** »).

La Data-Room inclut les questions posées par Primonial et ses conseils et les réponses apportées par ANF et ses conseils pendant la Due Diligence. Le tableau des questions-réponses à ce jour figure en **Annexe B2**.

Les Documents ont été réunis et mis à la disposition de Primonial et ses conseils par ANF au titre de son obligation d'information.

La copie numérisée des documents inclus dans la data-room électronique jusqu'au 17 juillet 2017 inclus, accompagnée de la liste des documents consultés par Primonial dans le cadre de la data room physique, a été compilée sur trois (3) disques durs revêtus de la signature de ANF et de Primonial, dont un exemplaire a été remis à chacune des parties, et le troisième conservé par l'Etude Wargny Katz agissant en qualité de séquestre aux termes d'une convention conclue concomitamment au Protocole.

- (C) Compte tenu de ce qui précède, Primonial a décidé d'acquérir le Portefeuille Global auprès de ANF pour un prix et selon les termes et conditions stipulés au présent protocole de détournement (le « **Protocole** »).

IL EST CONVENU CE QUI SUIT :

ARTICLE 1 - DUE DILIGENCE

ANF déclare, en sa qualité d'investisseur averti dans le domaine de l'immobilier, que les Documents ont été réunis et mis à la disposition de Primonial et ses conseils de bonne foi et que ANF a respecté son obligation légale d'information en sa qualité de vendeur.

Primonial, en sa qualité d'investisseur averti dans le domaine de l'immobilier, confirme qu'elle a pu procéder, avec l'aide de ses conseils, à une Due Diligence des Immeubles et qu'elle a décidé d'acquérir le Portefeuille Global en l'état.

Figurent en **Annexe 1** (i) l'état locatif des Immeubles à la date du 30-31 mai 2017 (l' « **Etat Locatif** »), (ii) le montant des charges locatives au titre de l'année 2016 et (iii) l'état des renégociations de loyers consenties par ANF à des locataires et des relocations en cours. Ces trois documents sont considérés comme faisant partie des Documents.

ANF s'engage à poursuivre la communication des informations et documents relatifs au Portefeuille Global, jusqu'à la date de conclusion de la Promesse, par le biais de la Data Room, Primonial acceptant d'ores et déjà que l'évolution de la situation juridique du Portefeuille Global à compter de la conclusion du Protocole ne sera pas susceptible de remettre en cause son obligation d'acquérir le Portefeuille Global dans les termes et conditions du Protocole, sous réserve des stipulations de l'Article 2 ci-après.

ARTICLE 2 - DIAGNOSTICS TECHNIQUES

2.1 ANF s'engage à faire ses meilleurs efforts pour que l'ensemble des diagnostics techniques définis à l'article L 271-4 de Code de la Construction et de l'Habitation relatifs aux Immeubles (les « **Diagnostics** ») et notamment les diagnostics techniques amiante (les « **DTA** ») soit remis avant la date de la Promesse et à défaut, avant la date des Actes de Vente.

2.2 La signature de la Promesse pourra néanmoins intervenir dès lors que ANF aura fourni à Primonial les Diagnostics dans les proportions minimales suivantes :

(i) 85% des Diagnostics relatifs aux lots d'habitation principaux tels qu'ils résultent de l'Etat Locatif, pour autant que tout Immeuble composé d'au moins trois (3) lots principaux d'habitation ait fait l'objet d'au moins un Diagnostic sur un des lots principaux ;

(ii) 95% des Diagnostics relatifs aux lots à usage de commerce ou de bureaux, tels qu'ils résultent de l'Etat Locatif ; et

(iii) 99% des Diagnostics relatifs aux parties communes (hors espaces des concessionnaires) ;

étant précisé que pour le cas où ces pourcentages ne seraient pas atteints, Primonial pourra seule, renoncer à cette condition.

La communication et le contenu des Diagnostics à la date de conclusion de la Promesse, à l'exception des DTA contenant des préconisations de mesures immédiates et obligatoires en raison de la présence d'amiante « dégradée », n'affecteront aucunement l'engagement de Primonial d'acquiescer les Immeubles et de conclure à cet effet la Promesse dans les termes et conditions du Protocole.

Dans l'éventualité où figureraient parmi les Diagnostics à annexer à la Promesse des DTA contenant des préconisations de mesures immédiates et obligatoires en raison de la présence d'amiante « dégradée », de telles préconisations n'auront aucune incidence sur le prix de cession de chacun des Immeubles concernés dans le cas où le coût de ces mesures par Immeuble (le « **Coût** ») serait inférieur à 1,25 % du prix de cession de l'Immeuble considéré (le « **Seuil Individuel** »).

Le Coût sera déterminé par la production d'un devis obtenu auprès de l'une des entreprises suivantes :

Dauphine Isolation Environnement
Parc des activités des Léonards
10 Rue Chastagnier
26200 Montélimar

Fibra
1 Allée Thomas Edison
13500 Martigues

Etablissements Grenier Deforge
33 rue d'Athènes
13127 Vitrolles

Le devis établi par l'entreprise retenue d'un commun accord fera foi pour la détermination du Coût, lequel s'imposera à ANF et Primonial sans contestation ou recours possibles.

En cas de désaccord sur le choix de l'entreprise, l'entreprise retenue sera la moins disante.

Dans l'éventualité où le Coût serait supérieur au Seuil Individuel, ANF prendra en charge le Coût sous la forme d'une réduction du prix de cession de chaque Immeuble concerné (ou d'une indemnité en cas de prix de cession négatif) dans la limite d'un montant global de EUR 3.000.000 HT (le « **Seuil Global** »).

Au-delà de ce Seuil Global, ANF disposera de la faculté de ne pas conclure la Promesse et le Protocole sera caduc sans indemnité de part ni d'autre, à moins que Primonial accepte de prendre en charge la fraction du Coût excédant le Seuil Global.

2.3 Il est convenu que les Diagnostics qui seront établis et produits en Data Room entre la date de conclusion de la Promesse et la date de conclusion des Actes de Ventes (tels que définis à l'Article 3 ci-dessous) seront annexés à chacun des Actes de Vente concernés.

Ces Diagnostics devront être communiqués au moins cinq (5) jours ouvrés avant la conclusion des Actes de Vente concernés.

La communication à Primonial de ces Diagnostics n'aura aucune incidence sur le prix de cession de chaque Immeuble.

Compte tenu de l'acceptation par Primonial des stipulations ci-dessus traitant de l'acquisition d'Immeubles pour lesquels des Diagnostics n'auront pas été communiqués à la date de la Promesse, Primonial renoncera de manière irrévocable dans les Actes de Vente à engager la responsabilité de ANF en matière de garantie des vices cachés.

Toutefois, ANF ne sera pas déchargée de sa garantie des vices cachés si elle ne fournit pas à Primonial avant la date de conclusion des Actes de Vente la justification que l'impossibilité de communiquer certains DTA à cette date est due à une absence ou au refus du ou des occupant(s) du ou des lots concerné(s) par l'absence de DTA, le tout devant être justifié par la production d'un constat établi par huissier confirmant, pour les raisons évoquées ci-dessus, l'impossibilité pour le diagnostiqueur d'accéder au(x)dit(s) lots concernés.

ARTICLE 3 - PROMESSE DE CESSION – PROMESSE D'ACQUISITION

En application du Protocole, ANF envisage de céder et Primonial s'oblige à acquérir les Immeubles aux termes et conditions prévus dans le Protocole et la Promesse. Les Parties conviennent de faire leurs meilleurs efforts pour que la Promesse puisse être conclue le 13 octobre 2017, et au plus tard le 30 novembre 2017, cette date étant prorogée au 31 décembre 2017 au cas où au 30 novembre 2017 la procédure d'information et de consultation du comité d'entreprise de ANF mentionnée ci-dessous ne serait pas achevée.

Il est toutefois rappelé que toute décision de ANF de céder les Immeubles ne sera prise qu'à l'issue de la procédure d'information et de consultation de son comité d'entreprise. ANF s'engage à cet égard à convoquer une réunion de son comité d'entreprise dans les plus brefs délais et au plus tard dans les cinq (5) jours ouvrés suivant la signature du présent Protocole, et à conduire le processus d'information-consultation de son comité d'entreprise sur le projet de cession du Portefeuille de manière diligente, étant précisé que cette consultation sera considérée comme achevée lorsque (i) le comité d'entreprise de ANF aura émis un avis ou, (ii) en l'absence d'avis émis par le comité d'entreprise, lorsque que ANF aura considéré de bonne foi que son comité d'entreprise est réputé avoir rendu un avis conformément aux dispositions de l'article L. 2323-3 du Code du travail.

ANF s'engage à réunir son directoire et son conseil de surveillance à l'effet de se prononcer sur la cession du Portefeuille Global au bénéfice de Primonial dans les conditions du Protocole dans les cinq (5) jours ouvrés de la dernière des dates suivantes : (i) le terme de la procédure d'information et de consultation de son comité d'entreprise et (ii) la signature du Contrat de Cession qui doit intervenir, avant le 6ème jour ouvré suivant l'achèvement de la procédure d'information et de consultation du comité d'entreprise d'Icade, de ANF et d'Eurazeo, sous réserve d'une décision favorable de leurs organes sociaux respectifs dans ce délai (la « **Décision Définitive** »).

Les termes et conditions du projet de Promesse figurant en **Annexe B1** ont été arrêtés d'un commun accord tout comme les termes et conditions du modèle type d'acte de vente (le « **Cadre d'Acte de Vente** ») qui figure en annexe de la Promesse. ANF et Primonial reconnaissent que les termes et conditions de la Promesse et du Cadre d'Acte de Vente doivent faire l'objet d'une finalisation selon les usages en pareille matière. Il est convenu qu'Icade participera à ladite finalisation, dans le cas où il sera justifié à Primonial de la réalisation définitive de l'achat par Icade du bloc de contrôle de ANF. ANF et Primonial s'engagent à collaborer de bonne foi pour parvenir à cette finalisation et considèrent que les stipulations essentielles ayant formé leur consentement mutuel au titre de la cession des Immeubles sont incluses à ce jour dans le Protocole (notamment dans l'Article 8 ci-après), la Promesse et le Cadre d'Acte de Vente. A titre de condition essentielle et déterminante de ANF de conclure le Protocole, la Promesse et les Actes de Vente (tels que définis ci-après), il est convenu que Primonial ne bénéficie et ne bénéficiera d'aucune autre garantie que la garantie d'éviction prévue par le seul article 1626 du Code civil, les garanties légales dont un vendeur d'immeuble ne peut s'exonérer et celles prévues aux termes de la Promesse et du Cadre d'Acte de Vente y annexé, au titre d'une vente conclue entre deux investisseurs avertis dans le domaine de l'immobilier.

Il est précisé que Primonial REIM représente Primonial aux termes du Protocole en sa qualité de société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le numéro GP 11 000043. En cette qualité, Primonial REIM agira au nom et pour le compte de plusieurs véhicules d'investissements immobiliers réglementés (les « **Véhicules Réglementés** ») dont elle assurera la gestion et qui concluront la Promesse et des actes de vente relatifs aux Immeubles dont chacun d'entre eux sera acquéreur (les « **Actes de Vente** »). Par conséquent, les Immeubles feront l'objet d'une répartition entre les Véhicules Réglementés qui concluront respectivement les Actes de Vente au titre des Immeubles qu'ils ont vocation à acquérir compte tenu de ladite répartition.

Primonial communiquera à ANF au plus tard dix (10) jours ouvrés avant la conclusion de la Promesse (i) l'identité des Véhicules Réglementés et (ii) la liste des Immeubles répartis entre les Véhicules Réglementés.

Le capital social des Véhicules Réglementés sera détenu par différents investisseurs et gérés par Primonial REIM, prise en sa qualité de société de gestion de portefeuille. Les investisseurs seront unis entre eux par un ou plusieurs pactes d'associés dont la gouvernance nécessitera l'obtention d'une décision favorable de l'Autorité de la Concurrence ou de la Commission Européenne ; la vente du Portefeuille par ANF à Primonial constituant une opération de concentration au sens de l'article L.430-1 du Code de commerce. La décision de l'Autorité de la Concurrence ou de la Commission Européenne est une condition préalable à la conclusion des Actes de Vente. Primonial s'engage à ce titre à initier le processus d'obtention d'une décision de l'Autorité de la Concurrence ou de la Commission Européenne dès que possible et au plus tard le 31 juillet 2017 et à procéder au dépôt du dossier de pré-notification/notification au plus tard cinq (5) jours ouvrés après la conclusion de la Promesse. A ce titre, Primonial s'engage à faire ses meilleurs efforts afin d'obtenir une décision favorable dans les meilleurs délais raisonnables. Primonial tiendra informée ANF de l'avancée de la procédure.

Primonial déclare et garantit qu'elle signera la Promesse contenant faculté de substitution au profit des Véhicules Réglementés qui signeront les Actes de Vente représentés par Primonial REIM prise en sa qualité de société de gestion des Véhicules Réglementés et de représentant légal desdits Véhicules Réglementés. Primonial déclare qu'elle a d'ores et déjà obtenu à ce jour les autorisations nécessaires pour conclure le Protocole. Dans le cadre de la faculté de substitution prévue à la Promesse, Primonial se porte fort du respect par les Véhicules Réglementés des obligations souscrites au titre du Protocole, de la Promesse et des Actes de Vente.

ANF déclare de son côté qu'elle a également obtenu toutes les autorisations pour conclure le Protocole.

Il est précisé que l'un des Immeubles du Portefeuille situé 14 rue Pythéas à Marseille (immeuble de commerce) fait l'objet de discussions au sujet de sa vente au bénéfice d'un tiers. Primonial reconnaît être informée de cette situation et accepte que ANF signe une promesse de vente portant sur cet Immeuble pour un prix de vente d'au moins EUR 1.600.000 HT hors droits et frais de notaires. En cas de régularisation de cette promesse à la date de la Promesse, cet immeuble sera retiré du Portefeuille et le Prix Global sera réduit du montant de EUR 1.600.000 HT. A défaut de conclusion d'une telle promesse à la date de conclusion de la Promesse, cet Immeuble sera maintenu dans le Portefeuille et vendu sans incidence sur le Prix Global.

Par ailleurs, Primonial reconnaît être parfaitement informée de la conclusion par ANF d'une promesse de vente au titre de l'un des Immeubles situé 1, rue de Suez à Marseille au bénéfice de CUB Développement (avec faculté de substitution). La conclusion de cette promesse de vente n'aura aucune incidence sur le Prix Global, cet Immeuble ne faisant en toutes hypothèses pas partie du Portefeuille.

ARTICLE 4 - PRIX DE CESSION

Le prix de cession total des Immeubles s'élève à EUR 416.192.429 (le « **Prix Global** »), hors taxes, droits, honoraires et frais de notaires (les « **Taxes et Frais** »). Les Taxes et Frais seront à la charge exclusive des Véhicules Réglementés.

La ventilation indicative du Prix Global entre les Immeubles figure à l'**Annexe 4**.

ARTICLE 5 - CESSION DE ANF REPUBLIQUE

La cession par ANF à Primonial de la totalité des titres (les « **Titres** ») composant le capital social de ANF République constitue une opération indivisible de la cession par ANF des Immeubles à Primonial. La cession des Titres et le paiement du prix de cession des Titres interviendront de manière concomitante à la cession des Immeubles. Figure en **Annexe 5** le projet du contrat de cession des Titres (le « **Contrat ANF** »).

Le prix de cession des Titres sera égal à EUR 237.209.

Pendant la période s'écoulant entre la date de conclusion du Protocole et la date de conclusion du Contrat ANF, ANF s'interdit de :

- modifier toute convention conclue avec ANF République,
- voter toute distribution de dividende en sa qualité d'associée unique de ANF République et en cette qualité s'engage à ce que les pratiques de gestion habituelles de ANF République soient maintenues.

Primonial s'engage à communiquer à la date de conclusion de la Promesse l'identité et les références du cessionnaire des Titres.

Figurent parmi les Documents, des informations relatives à ANF République qui ont pu faire l'objet d'une analyse de la part de Primonial et ses conseils.

Le Contrat ANF ne contient aucune déclaration et garantie de la part de ANF au bénéfice du cessionnaire à l'exception de la déclaration et la garantie de la propriété et de l'existence des Titres.

A la date de conclusion du Protocole et à la date d'acquisition des Titres, le compte courant dans les comptes de ANF République au bénéfice de ANF s'élève au montant de EUR 1.080.351,77. Primonial fera le nécessaire pour que le montant de ce compte courant soit remboursé de manière concomitante à la cession des Titres. Par ailleurs, compte tenu de la fixation du montant du compte courant susvisé, ANF s'interdit de refacturer tout montant supplémentaire à ANF République.

ARTICLE 6 - PERIODE TRANSITOIRE

Pendant la période s'écoulant entre la date de conclusion du Protocole et la date de conclusion de la Promesse, ANF administrera le Portefeuille Global dans le cadre d'une gestion raisonnable, conforme à ses pratiques habituelles et qui ne compromettra pas la réalisation de la cession du Portefeuille Global à Primonial selon les termes du Protocole. A ce titre, ANF continuera, outre les Diagnostics, d'alimenter la Data Room de toute information dont ANF jugera utile qu'elle soit portée à la connaissance de Primonial et ses conseils dans le cadre du futur transfert de propriété du Portefeuille Global.

Un compte-rendu de la gestion et de l'administration du Portefeuille Global reflétant ces éléments sera adressé par ANF à Primonial tous les trente (30) jours. Ce compte rendu sera composé (i) des reporting Foncia, (ii) des reporting du Comité stratégique et (iii) des tableaux de suivis de négociation et commercialisation établis par ANF pour les locaux à usage de commerces ou bureaux. En complément, Primonial sera conviée aux comités de pilotage Foncia dont le prochain doit se tenir le 27 juillet 2017 à 14h30 à Marseille et, plus généralement, à l'ensemble des réunions avec les administrateurs, gestionnaires et commercialisateurs chargés des Immeubles.

Pendant la période s'écoulant entre la date de conclusion du Protocole et la date de conclusion de la Promesse, ANF s'interdit de :

- consentir tout droit réel sur le Portefeuille Global ou le grever d'une charge quelconque, sous quelque forme que ce soit,
- consentir tout nouveau contrat de gestion portant sur les Immeubles,
- entamer une procédure contentieuse, délivrer tout congé ou résilier tout contrat de bail dont le loyer annuel hors charges serait supérieur à la somme de EUR 20.000 HT.

Toutes décisions de gestion ou d'administration relatives au Portefeuille Global donnant lieu à :

- l'engagement par ANF d'une dépense d'un montant supérieur à EUR 20.000 HT,
- l'engagement par ANF de dépenses de même nature représentant un montant cumulé supérieur à EUR 20.000 HT,
- la conclusion de tout bail portant sur un local commercial et/ou de bureaux, ou
- la conclusion d'un bail en-deçà de la grille locative ou d'un avenant de renégociation des conditions financières des baux en cours (au-delà de EUR 20.000 HT/HC par an),

susceptibles d'être prises en charge par Primonial, devront être expressément et préalablement autorisées par Primonial dans les cinq (5) jours ouvrés suivant la réception de la demande écrite qui lui en sera faite. En cas d'absence de réponse dans ledit délai, Primonial sera réputée avoir accepté.

Par dérogation aux stipulations de l'Article 13 ci-après, les échanges ci-dessus seront effectués par courrier électronique entre ANF et Primonial.

ANF sera tenue d'informer immédiatement Primonial de tout évènement en relation avec la santé, la sécurité des personnes et des biens, et plus généralement toute injonction découlant d'une réglementation impérative et d'application immédiate et de réaliser dans le même temps tous travaux et supporter toutes dépenses consécutives.

ANF sera également tenue de réaliser tous travaux d'urgence qui s'avèreraient nécessaires aux fins de conservation des Immeubles.

A ce titre, ANF communiquera au minimum deux (2) jours ouvrés avant la date de conclusion de la Promesse une mise à jour de : (i) l'état locatif (l' « **Etat Locatif** »), (ii) la liste des sinistres ayant fait l'objet d'une déclaration auprès d'une assurance, y compris l'assurance dommage-ouvrage, (iii) la liste des impayés incluant les retards de paiement des locataires dont le bail n'est pas résilié, et (iv) la liste des contentieux avec des locataires dont le bail n'est pas résilié.

La liste des sinistres au 30 mai 2017, la liste des impayés incluant les retards de paiement au 30 juin 2017 et la liste des contentieux au 19 juillet 2017 figurent en **Annexe 6**.

ARTICLE 7 - SINISTRES

Dans l'hypothèse où un ou plusieurs Immeubles feraient l'objet d'un sinistre entre la date de conclusion du Protocole et la date de conclusion de la Promesse, et quelle que soit l'ampleur de ce sinistre, le Protocole ne sera pas caduc concernant le ou les Immeubles sinistrés même en cas de sinistre total, par dérogation à l'article 1722 du Code Civil.

Dans ce cas, Primonial devra faire son affaire personnelle de l'état du ou des Immeubles sinistrés à la date de la Promesse et prendra à sa charge le coût des travaux de réparation du ou des sinistres. ANF s'engage à verser à Primonial les indemnités d'assurance reçues à ce titre (à l'exception de celles relatives à la perte de loyers pour la période antérieure à la Promesse qui seront conservées par ANF) et à subroger Primonial dans le bénéfice des droits de ANF au titre des assurances en vigueur.

A cet effet, ANF autorise Primonial, aux fins d'augmenter la couverture d'assurance globale des Immeubles (à l'exception de BDF), à inclure ANF en qualité d'assurée additionnelle à son contrat d'assurance FRPKNA20422, la surprime en découlant restant à la charge de ANF, dans la limite d'un plafond de EUR 8.000 TTC. ANF s'engage à maintenir sa couverture existante à ce jour jusqu'à la date de signature de la Promesse.

ARTICLE 8 - STIPULATIONS PARTICULIERES DE LA PROMESSE

Les stipulations définies ci-dessous seront reprises dans la Promesse. ANF et Primonial confirment à cet effet leur plein accord sur ces stipulations et s'engagent à ce titre à ce que cette inclusion soit réalisée de bonne foi sans affecter ou dénaturer les accords de principe reflétés ci-dessous.

8.1 INDEMNITE DE RENDEMENT

ANF accorde aux Véhicules Réglementés acquéreurs une indemnité de rendement au titre des Immeubles (l' « **Indemnité de Rendement** »).

Le montant total de l'Indemnité de Rendement s'élève à EUR 15.400.000 et a pour objet de compenser un préjudice subi résultant d'une insuffisance de loyers au titre des Immeubles entraînant une perte d'un revenu locatif sur une durée de six (6) années.

Le montant de l'Indemnité de Rendement est accordé sur la base de la situation locative au 30-31 mai 2017 et ne fera l'objet d'aucune révision quelle que soit l'évolution de cette situation locative entre le 30-31 mai 2017 et la date de conclusion des Actes de Vente. Le montant de l'Indemnité de Rendement est forfaitaire, définitif et indemnitaire, et est exigible en totalité à compter de la date de conclusion des Actes de Vente en vingt-quatre (24) échéances trimestrielles ainsi qu'il sera convenu dans la Promesse.

Aux seules fins de l'analyse TVA des sommes versées, il sera fait application des principes établis par la Direction de la Législation Fiscale dans le cadre de ses rescrits individuels et les sommes versées au titre de l'Indemnité de rendement ne seront donc pas soumises à TVA conformément à l'analyse de cette Direction de la législation fiscale en matière de sommes versées par une société cédante à une SCI constituée pour acquérir un (ou plusieurs) immeuble(s)

Le règlement de ces échéances par ANF interviendra à date fixe, sans instruction de paiement, par la libération des montants dus à partir d'un compte séquestre ouvert dans la comptabilité de l'Etude Wargny Katz, agissant en qualité de séquestre, ANF versant à réception du Prix Global le jour de la conclusion des Actes de Vente le montant forfaitaire et définitif de EUR 15.400.000 sur ledit compte séquestre; qui sera placé sur un compte ouvert dans les livres de la Caisse des Dépôts et Consignations produisant un intérêt revenant intégralement à Primonial.

8.2 INDEMNITE D'IMMOBILISATION

La Promesse stipulera une indemnité d'immobilisation d'un montant de 8% du Prix Global qui sera versée par Primonial (et/ou les Véhicules Réglementés acquéreurs) en l'Etude du notaire de ANF (Wargny Katz) agissant en qualité de séquestre, les intérêts revenant intégralement à Primonial.

8.3 CONTRATS EN COURS

S'agissant des contrats en cours conclus par ANF au titre de la gestion, l'administration, l'entretien, la maintenance et l'exploitation des Immeubles, les parties se rencontreront avant la date de conclusion de la Promesse pour définir la liste des contrats qui seront transférés au bénéfice des Véhicules Réglementés à compter des Actes de Vente. Par principe, Primonial poursuivra tous les contrats conclus à des conditions de marché et dont la résiliation pourra intervenir dans les douze mois du transfert de propriété.

Les contrats en cours conclus avec des sociétés du groupe de ANF seront résiliés à compter du transfert de propriété aux frais exclusifs de ANF et sans coûts pour ANF République.

8.4 IMPAYES - RETARDS DE PAIEMENT DE LOYERS ET DE CHARGES

Les impayés incluant les retards de paiement de loyers et de charges des locataires dont les baux n'ont pas été résiliés à la date de conclusion des Actes de Vente seront cédés aux Véhicules Réglementés pour un prix de cession correspondant à leur montant TTC net de provisions dans les comptes de ANF à la date de conclusion des Actes de Vente.

Le prix de cession TTC sera versé le jour de la conclusion des Actes de Vente des Immeubles concernés sur un compte séquestre ouvert dans la comptabilité de l'Etude Wargny Katz agissant en qualité de séquestre, dont la mission d'une durée de dix-huit (18) mois à compter de la conclusion des Actes de Vente, sera de verser à ANF sur une base trimestrielle, l'équivalent des montants des impayés incluant les retards de paiement de loyers et de charges acquittés par les locataires et encaissés par les Véhicules Réglementés acquéreurs des Immeubles concernés.

Au terme de cette période de dix-huit mois, le séquestre versera, sans instruction de ANF, aux Véhicules Réglementés acquéreurs des Immeubles concernés le solde résiduel du séquestre.

Il est précisé pour les besoins de la libération des montants placés en séquestre que tout montant perçu par les Véhicules Réglementés de la part d'un locataire concerné par les impayés incluant les retards de paiement de loyers et de charges objet du séquestre sera considéré comme venant s'imputer à due concurrence sur le montant des impayés incluant les retards de paiement de loyers et de charges de ce locataire sauf si ce dernier indique la période à laquelle se rattache son versement.

Figure en **Annexe 6**, à titre indicatif, le montant de ces impayés incluant les retards de paiement de loyers et de charges arrêté à la date du 30 juin 2017.

8.5 CONTENTIEUX EN COURS

Figure à l'**Annexe 6** la liste des contentieux au 19 juillet 2017 que ANF continuera de gérer et dont elle sera seule responsable.

8.6 PROGRAMME DE TRAVAUX

Un programme de travaux non encore engagés a été établi par ANF et est détaillé en **Annexe 8.6** du Protocole. Primonial aura la faculté de demander à ANF de démarrer tout ou partie du programme de travaux entre la date du Protocole et la date des Actes de Vente. Le paiement desdits travaux sera à la charge de Primonial, Primonial devant rembourser à la date des Actes de Vente les montants supportés par ANF entre la date du Protocole et la date des Actes de Vente. Les contrats conclus par ANF avec les entreprises concernées seront cédés à Primonial à la date de signature des Actes de Vente.

8.7 IMMEUBLE « BANQUE DE FRANCE »

L'un des Immeuble situé 14/16, rue de la République à Lyon, dénommé « Immeuble Banque de France » (« **BDF** ») a fait l'objet d'une restructuration aux termes d'un contrat de promotion immobilière conclu entre ANF et Vinci Immobilier (le « **CPI** »). La livraison et l'achèvement de BDF sont d'ores et déjà intervenus. Seule l'échéance de paiement prévue au CPI au titre de la garantie de parfait achèvement, soit le montant de EUR 98.432,02 HT restera exigible postérieurement à la date de l'Acte de Vente de BDF.

Afin que le Véhicule Réglementé acquéreur de BDF puisse bénéficier des stipulations du CPI consistant en des obligations contractées par Vinci Immobilier vis à vis du maître d'ouvrage après la date de l'Acte de Vente, le CPI sera cédé à l'acquéreur avec l'accord de Vinci Immobilier à la date de l'Acte de Vente de BDF, Primonial faisant son affaire personnelle du paiement de l'échéance non réglée, ANF étant alors dégagée de toute obligation au titre du CPI à compter de cette date.

Dans l'hypothèse où Vinci n'autoriserait pas la cession du CPI au bénéfice de l'acquéreur de BDF, ANF confèrera un mandat à Primonial à l'effet de la représenter afin de pouvoir bénéficier des droits et garanties attachés au CPI.

8.8 IMMEUBLE « QUAI DU PORT »

L'un des Immeubles est l'immeuble (lots 1 et 18) situé 66, quai du Port à Marseille dénommé « Quai du Port ». Eurazeo est propriétaire de l'Immeuble « Quai du Port ». En conséquence, Eurazeo sera signataire de la Promesse et de l'Acte de Vente portant sur cet immeuble. Figure en **Annexe 8.8** une copie de la lettre d'adhésion aux termes et stipulations du Protocole signée par Eurazeo.

8.9 INDIVISIBILITE

La cession du Portefeuille Global à Primonial est une opération unique et indivisible. En conséquence, dans l'éventualité où, en application des stipulations du Protocole ou de la Promesse, un ou plusieurs Immeubles ne seraient pas cédés aux Véhicules Réglementés acquéreurs, notamment en raison de l'exercice d'un droit de préemption, Primonial et les Véhicules Réglementés acquéreurs seraient tenus d'acquérir la totalité des autres Immeubles et les Titres.

ARTICLE 9 - NON SOLLICITATION

ANF s'engage à compter de la date de conclusion du Protocole et jusqu'à la date de conclusion de la Promesse à ne pas solliciter d'offres concurrentes sur tout ou partie des Immeubles de quelque manière que ce soit et à ne pas communiquer d'informations liées au Portefeuille à tous tiers, quel qu'en soit la forme ou le moyen.

Dans l'éventualité où, sans violation de ses obligations prévues au paragraphe précédent, ANF recevrait une offre d'acquisition spontanée sur tout ou partie des Immeubles, elle pourrait engager des discussions avec l'offreur concurrent et lui donner accès à de l'information concernant ANF pour autant (i) qu'elle aura informé Primonial avant d'engager ces discussions des principaux termes financiers de l'offre concurrente (sans obligation de révéler le nom de l'offreur concurrent), (ii) que cette offre émane d'un repreneur de premier plan disposant de la surface financière nécessaire, et que (iii) les informations mises à disposition du concurrent ne soient pas plus importantes que celles mises à disposition de Primonial.

Pour le cas où, *in fine*, ANF déciderait de conclure un accord engageant avec le tiers concurrent, ANF serait alors tenue :

(i) d'en informer Primonial dans les plus brefs délais ; et

(ii) de verser à Primonial une indemnité d'un montant de EUR 5.000.000 HT dans un délai de cinq jours ouvrés à compter de l'acceptation par ANF de l'offre concurrente spontanée. Il est précisé que par acceptation par ANF de l'offre concurrente spontanée on entend la situation où ANF s'engage dans des discussions sur la base de l'offre émanant d'un tiers dans des conditions privant Primonial de la possibilité de réaliser l'opération.

Pour le cas où ce Protocole serait résilié à raison d'une Décision Définitive qui ne conclurait pas à la cession du Portefeuille Global, l'engagement figurant au présent article 9 au profit de Primonial se poursuivrait jusqu'au 31 mars 2018, et nonobstant ladite résiliation.

ARTICLE 10 - NEGOCIATION - INTEGRALITE DU CONTRAT - DUREE

Chacune des parties déclare et garantit à la Date de Réalisation :

- qu'elle a tout pouvoir, autorité et capacité pour signer le Protocole et tous autres documents ou actes devant être signés en vertu de ce dernier et exécuter les obligations qui y sont stipulées ;
- qu'elle n'est pas en état de cessation des paiements et ne fait pas l'objet d'une quelconque procédure relevant du livre VI des difficultés des entreprises du Code de commerce (ou équivalent en droit étranger) et il n'existe à la date du Protocole, à sa connaissance, aucune circonstance justifiant qu'elle fasse l'objet d'une telle procédure ;
- qu'elle a valablement obtenu le consentement ou autorisation de tiers nécessaire aux fins de conclure le Protocole ;
- que la conclusion du Protocole et la réalisation des opérations qui y sont prévues ne contreviennent à aucune loi applicable ou aucune décision judiciaire ou autorisation auxquels elle est soumise et ne sont pas en contradiction ou ne constitueront pas une violation des stipulations d'un contrat ou autre document auquel elle est partie ou soumise.

Les parties déclarent avoir librement négocié l'ensemble des termes et conditions du Protocole. Le Protocole constitue par conséquent un contrat de gré à gré au sens de l'article 1110 du Code Civil. Les parties déclarent en outre qu'aucune des stipulations du Protocole limitant la responsabilité d'une partie ou exonérant une partie de sa responsabilité dans l'exécution de l'une de ses obligations, ne prive les obligations essentielles du Protocole de leur substance.

Le Protocole constitue l'intégralité des accords passés entre les parties au titre de la cession des Immeubles et des Titres. Le Protocole annule et remplace tous les accords de principe ou protocoles d'accord conclus entre les parties relativement à la cession des Immeubles et des Titres préalablement au Protocole qui cessent d'avoir force ou effet pour l'avenir à l'exception de l'accord de confidentialité conclu en date du 17 janvier 2017.

Les parties renoncent, chacune en ce qui la concerne, à invoquer les dispositions de l'article 1195 du Code civil s'agissant de leurs obligations respectives au titre du Protocole et s'interdisent, en cas de survenance d'un changement de circonstances quel qu'il soit, de demander une renégociation des termes du Protocole.

Le Protocole prend effet à compter de sa date de signature et expirera au plus tard le 31 décembre 2017, sauf accord contraire des parties, si la Promesse n'est pas conclue à la date prévue à l'article 3. En cas de conclusion de la Promesse, le Protocole expirera à cette date, à l'exception des seules stipulations de l'Article 5 qui expireront à la date de conclusion du Contrat ANF. Par ailleurs, Primonial pourra résilier le Protocole en l'absence de Décision Définitive concluant à la cession du Portefeuille Global dans les conditions de l'Article 3, sans préjudice de la poursuite des dispositions de l'Article 9 conformément à ses termes.

ARTICLE 11 - FRAIS

Chacune des Parties paiera ses propres frais engagés pour la négociation, la préparation et la mise en œuvre du Protocole y compris les honoraires de ses conseils et intermédiaires.

ARTICLE 12 - DIVISIBILITE

Si une quelconque stipulation du Protocole est jugée nulle ou inexécutable, il ne lui sera pas donné effet et elle sera présumée ne pas figurer dans le Protocole, mais n'invalidera pas les autres stipulations du Protocole.

Les parties chercheront alors de bonne foi à remplacer la clause déclarée illégale par une stipulation valide dont les effets seront aussi proches que possible de ceux de la clause déclarée illégale.

Par dérogation expresse aux dispositions de l'article 1226 du Code civil, les parties renoncent à leur faculté de résoudre le Protocole unilatéralement (sauf les cas expressément visés au Protocole).

ARTICLE 13 - NOTIFICATIONS

13.1 PRINCIPE DE NOTIFICATIONS

Toute notification ou autre communication en vertu de ou en rapport avec le Protocole devra être effectuée par écrit et être signée par ou pour le compte de la partie la donnant. Elle sera notifiée par remise en main propre ou par envoi par email (uniquement si elle est suivie, le même jour ou le jour suivant d'un courrier recommandé) au numéro et à l'adresse indiqués à l'Article 13.2 et devra être adressée à l'attention des personnes mentionnées pour chaque partie à l'Article 13.2. Toute notification ainsi notifiée par remise en main propre, par email ou courrier sera présumée avoir été dûment faite :

- (a) en cas de remise en main propre, au moment de la remise ;
- (b) dans le cas d'email, au moment de la transmission si elle est suivie comme indiqué d'un envoi par courrier recommandé ;

- (c) dans le cas d'un envoi par courrier recommandé, à la date de première présentation apparaissant sur le cachet apposé sur la lettre par les services postaux ;

étant entendu que dans chaque cas où la remise en main propre serait effectuée après 18h00 un jour ouvré ou un jour qui n'est pas un jour ouvré, la notification sera présumée avoir eu lieu à 9h00 le jour ouvré suivant.

Les parties s'engagent expressément à ce que toutes les notifications faites par lettre recommandée avec accusé de réception soient doublées d'un envoi par e-mail le jour de l'envoi de la notification par lettre recommandée avec accusé de réception ou le jour ouvré précédent cet envoi.

13.2 COORDONNEES DE NOTIFICATIONS DES PARTIES

Pour les besoins de l'Article 13.1, les adresses et emails des Parties sont les suivants :

ANF

A l'attention de : Renaud Haberkorn

Adresse : 1, rue Georges Berger à Paris (75017)

Email : rhaberkorn@anf-immobilier.com

avec copie à Paul Hastings (Europe) LLP

A l'attention de : Jean-Louis Martin

Adresse : 96, Boulevard Haussmann, Paris (75008)

Email : jeanlouismartin@paulhastings.com

Primonial

A l'attention de : Grégory Frapet

Adresse : 83/85 avenue Marceau à Paris (75016)

Email : gregory.frapet@primonial.fr

avec copie à Fairway

A l'attention de : Frédéric Lefébure

Adresse : 25, rue Murillo, Paris (75008)

Email : flefebure@fway.fr

ARTICLE 14 - CONFIDENTIALITE

Il est expressément convenu entre les parties que l'ensemble des stipulations du Protocole et de ses suites sont réputées confidentielles entre elles, de sorte qu'elles s'interdisent de les dévoiler à quelque tiers que ce soit sans l'accord écrit préalable de l'autre partie et sous réserve de leurs obligations légales et/ou judiciaires respectives, à l'exception de leur communication aux représentants de Eurazeo et Icade pour les seuls besoins de la conclusion et de l'exécution du Contrat de Cession ainsi que leurs conseils qui devront respecter une telle obligation de confidentialité.

Les parties ne pourront pas émettre ou faire émettre de communiqué de presse ou autre annonce concernant la cession des Immeubles et des Titres et, indirectement, l'existence ou les stipulations du Protocole, sans l'accord préalable écrit de l'autre partie, sous réserve de toute communication légalement obligatoire à laquelle une partie serait astreinte compte tenu de tout statut juridique particulier, cette exception valant à la fois pour Eurazeo et Icade ; dans ce cas, la partie obligée tiendra l'autre partie informée préalablement à cette communication du contenu de celle-ci.

A ce titre, les parties conviennent d'ores et déjà de se mettre d'accord sur le contenu d'un communiqué de presse qui sera publié dès que possible suivant la signature du Protocole.

ARTICLE 15 - DROIT APPLICABLE, ATTRIBUTION DE COMPETENCE

15.1 DROIT APPLICABLE

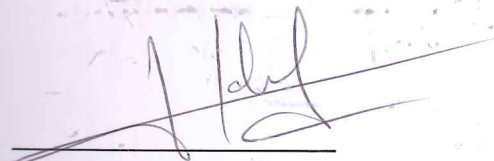
Le Protocole et les relations entre les parties seront régis par et interprétés conformément au droit français.

15.2 ATTRIBUTION DE COMPETENCE

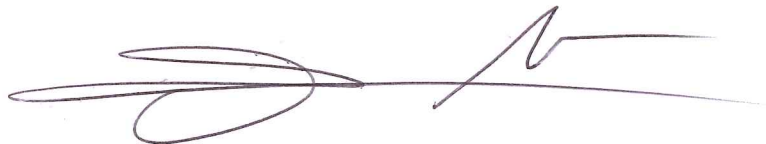
Les parties conviennent qu'il est fait attribution de compétence exclusive au tribunal de commerce de Paris afin de régler tous les litiges (y compris les réclamations en compensation et reconventionnelles) pouvant survenir en relation avec la validité, l'effet, l'interprétation ou l'exécution du Contrat ou découlant de toute autre manière du Contrat.

Fait à Paris, le 20 juillet 2017

En deux (2) exemplaires originaux



ANF



PRIMONIAL CAPIMMO

LISTE DES ANNEXES

- Annexe 0 :** Pouvoirs
- Annexe A :** Liste des Immeubles
- Annexe B1 :** Projet de Promesse
- Annexe B2 :** Tableau des questions-réponses
- Annexe 1 :** Etat Locatif, montant des charges locatives au titre de l'année 2016 et état des renégociations de loyers consenties par ANF à des locataires et des relocations en cours
- Annexe 4 :** Ventilation du Prix Global entre les Immeubles
- Annexe 5 :** Projet du contrat de cession des Titres
- Annexe 6 :** Liste des sinistres, liste des impayés incluant les retards de paiement et liste des contentieux
- Annexe 8.6 :** Programme de travaux
- Annexe 8.8 :** Lettre d'adhésion Eurazeo (original)

Annexe 0 : Pouvoirs

Annexe A : Liste des Immeubles

Liste des Immeubles

Périmètre de Transaction
Marseille

N°	Adresse	Ville	Codimm	Typologie	Revenus (€)	Surface (m²)	Nb parkings	Détention	Actionnaire
1	RUE DES CONSULS 10	Marseille	10038	Habitation	49 961	670	-	100%	ANF
2	AV ROBERT SCHUMAN 35	Marseille	10315	Habitation	1 470	56	-	100%	ANF
3	RUE DE LA REPUBLIQUE 4	Marseille	10254	Mixte	195 468	1 671	-	100%	ANF
4	RUE DE LA REPUBLIQUE 6	Marseille	10255	Mixte	219 230	1 910	-	100%	ANF
5	RUE DE LA REPUBLIQUE 8	Marseille	10257	Mixte	240 047	1 850	-	100%	ANF
6	RUE CHEVALIER ROZE 2	Marseille	10020	Mixte	94 250	1 491	-	100%	ANF
7	RUE DES CONSULS 4	Marseille	10035	Mixte	90 511	984	-	100%	ANF
8	RUE DES CONSULS 6	Marseille	10036	Mixte	148 762	1 288	29	100%	ANF
9	RUE DES CONSULS 8	Marseille	10037	Mixte	118 966	3 087	-	100%	ANF
10	RUE GRAND RUE 9	Marseille	10080	Mixte	205 213	1 893	-	100%	ANF
11	RUE GRAND RUE 11	Marseille	10081	Mixte	105 591	1 080	-	100%	ANF
12	RUE DE LA REPUBLIQUE 7	Marseille	10256	Mixte	211 386	1 904	-	100%	ANF
13	RUE DE LA REPUBLIQUE 9	Marseille	10258	Mixte	184 421	1 164	-	100%	ANF
14	RUE DE LA REPUBLIQUE 11	Marseille	10259	Mixte	337 530	2 483	-	100%	ANF
15	RUE DE LA REPUBLIQUE 13 15	Marseille	10262	Mixte	335 969	2 445	-	100%	ANF
16	RUE DE LA REPUBLIQUE 17	Marseille	10265	Mixte	235 022	1 520	-	100%	ANF
17	RUE HENRI BARBUSSE 5	Marseille	10086	Mixte	106 544	648	-	100%	ANF
18	RUE HENRI FIOCCA 1	Marseille	10087	Mixte	51 145	990	-	100%	ANF
19	RUE HENRI FIOCCA 3	Marseille	10088	Mixte	42 938	707	-	100%	ANF
20	RUE DE LA REPUBLIQUE 12	Marseille	10260	Mixte	421 089	2 145	-	100%	ANF
21	RUE DE LA REPUBLIQUE 14	Marseille	10263	Mixte	254 872	1 884	-	100%	ANF
22	RUE DE LA REPUBLIQUE 16	Marseille	10264	Mixte	354 632	2 607	-	100%	ANF
23	RUE DE LA REPUBLIQUE 18	Marseille	10266	Mixte	590 072	4 237	-	100%	ANF
24	PLACE SADI CARNOT 1	Marseille	10330	Mixte	189 721	2 311	-	100%	ANF
25	RUE DE LA REPUBLIQUE 19	Marseille	10267	Mixte	218 844	2 981	-	100%	ANF
26	RUE DE LA REPUBLIQUE 21	Marseille	10268	Mixte	373 244	4 632	-	100%	ANF
27	RUE DE LA REPUBLIQUE 23	Marseille	10269	Mixte	123 086	1 245	-	100%	ANF
28	RUE DE LA REPUBLIQUE 25	Marseille	10270	Mixte	185 334	2 604	-	100%	ANF
29	RUE DE LA REPUBLIQUE 27	Marseille	10272	Mixte	179 303	1 194	-	100%	ANF
30	RUE DE LA REPUBLIQUE 29	Marseille	10274	Mixte	220 358	2 624	-	100%	ANF
31	RUE DE LA REPUBLIQUE 31	Marseille	10276	Mixte	131 970	1 181	-	100%	ANF
32	RUE DE LA REPUBLIQUE 33	Marseille	10277	Mixte	387 448	4 019	-	100%	ANF
33	PLACE SADI CARNOT 2	Marseille	10331	Mixte	219 869	2 328	-	100%	ANF
34	RUE DE LA REPUBLIQUE 26	Marseille	10271	Mixte	149 963	2 764	-	100%	ANF
35	RUE DE LA REPUBLIQUE 28	Marseille	10273	Mixte	99 907	812	-	100%	ANF
36	RUE DE LA REPUBLIQUE 30	Marseille	10275	Mixte	197 857	2 136	-	100%	ANF
37	RUE DE LA REPUBLIQUE 34	Marseille	10278	Mixte	112 229	2 297	-	100%	ANF
38	RUE DE LA REPUBLIQUE 36	Marseille	10279	Mixte	124 985	2 221	-	100%	ANF
39	RUE DE LA REPUBLIQUE 38	Marseille	10280	Mixte	138 706	2 047	-	100%	ANF
40	RUE DE LA REPUBLIQUE 40	Marseille	10281	Mixte	193 307	2 127	-	100%	ANF
41	RUE DE LA REPUBLIQUE 42	Marseille	10282	Mixte	74 421	697	-	100%	ANF
42	RUE ST CANNAT 1	Marseille	10334	Mixte	128 485	1 298	-	100%	ANF
43	RUE ST CANNAT 15	Marseille	10335	Mixte	186 061	1 230	-	100%	ANF
44	PLACE SADI CARNOT 5	Marseille	10333	Mixte	130 822	1 171	-	100%	ANF
45	RUE DE LA REPUBLIQUE 71	Marseille	10286	Mixte	201 342	1 581	-	100%	ANF
46	RUE DE LA REPUBLIQUE 73	Marseille	10287	Mixte	74 660	592	-	100%	ANF
47	RUE DE LA REPUBLIQUE 75	Marseille	10288	Mixte	406 949	2 544	-	100%	ANF
48	RUE DE LA REPUBLIQUE 77	Marseille	10290	Mixte	86 757	668	-	100%	ANF
49	RUE DE LA REPUBLIQUE 79	Marseille	10292	Mixte	182 353	1 504	-	100%	ANF
50	RUE DE LA REPUBLIQUE 81	Marseille	10294	Mixte	115 958	662	-	100%	ANF
51	RUE DE LA REPUBLIQUE 83	Marseille	10296	Mixte	137 509	1 462	-	100%	ANF
52	RUE DE LA REPUBLIQUE 85	Marseille	10297	Mixte	99 901	706	-	100%	ANF
53	BD DES DAMES 39	Marseille	10040	Mixte	47 172	232	-	100%	ANF
54	BD DES DAMES 41	Marseille	10041	Mixte	175 594	1 160	-	100%	ANF
55	BD DES DAMES 43	Marseille	10042	Mixte	152 935	1 117	-	100%	ANF
56	BD DES DAMES 45	Marseille	10043	Mixte	206 750	1 125	-	100%	ANF
57	BD DES DAMES 47	Marseille	10044	Mixte	120 722	731	-	100%	ANF
58	RUE DE L EVECHE 100	Marseille	10052	Mixte	17 871	341	-	100%	ANF
59	RUE GILBERT DRU 13	Marseille	10076	Mixte	146 572	1 044	-	100%	ANF
60	RUE DES PHOCEENS 34	Marseille	10201	Mixte	16 886	159	-	100%	ANF
61	RUE DES PHOCEENS 36	Marseille	10202	Mixte	8 530	453	-	100%	ANF
62	RUE DES PHOCEENS 38	Marseille	10203	Mixte	157 066	896	-	100%	ANF
63	RUE DES PHOCEENS 40	Marseille	10204	Mixte	83 686	404	-	100%	ANF
64	RUE DES PHOCEENS 42	Marseille	10205	Mixte	166 175	881	-	100%	ANF
65	RUE DES PHOCEENS 44	Marseille	10206	Mixte	76 176	409	-	100%	ANF
66	RUE DES PHOCEENS 46	Marseille	10207	Mixte	-	564	-	100%	ANF
67	RUE DE LA REPUBLIQUE 110	Marseille	10304	Mixte	125 924	831	-	100%	ANF
68	RUE DE LA REPUBLIQUE 112	Marseille	10305	Mixte	134 714	844	-	100%	ANF
69	RUE DE LA REPUBLIQUE 114	Marseille	10306	Mixte	277 899	1 439	-	100%	ANF
70	RUE DE LA REPUBLIQUE 116	Marseille	10307	Mixte	108 154	804	-	100%	ANF
71	RUE DE LA REPUBLIQUE 118	Marseille	10308	Mixte	103 640	790	-	100%	ANF
72	RUE DE FORBIN 57	Marseille	10066	Mixte	109 989	1 419	-	100%	ANF
73	RUE DE FORBIN 59	Marseille	10067	Mixte	69 812	800	-	100%	ANF
74	RUE DE FORBIN 61	Marseille	10068	Mixte	80 868	803	-	100%	ANF
75	RUE DE FORBIN 63	Marseille	10069	Mixte	348 044	1 863	-	100%	ANF
76	RUE PLUMIER 16	Marseille	10236	Mixte	132 521	2 071	-	100%	ANF
77	RUE PLUMIER 18	Marseille	10238	Mixte	100 219	790	-	100%	ANF
78	RUE PLUMIER 22	Marseille	10240	Mixte	241 673	1 643	-	100%	ANF
79	RUE VINCENT LEBLANC 17	Marseille	10358	Mixte	43 459	862	-	100%	ANF
80	RUE VINCENT LEBLANC 19	Marseille	10359	Mixte	57 393	802	-	100%	ANF
81	RUE VINCENT LEBLANC 21	Marseille	10360	Mixte	56 574	770	-	100%	ANF
82	RUE VINCENT LEBLANC 23	Marseille	10361	Mixte	43 974	794	-	100%	ANF
83	RUE VINCENT LEBLANC 25	Marseille	10362	Mixte	79 400	838	-	100%	ANF
84	ROGER SALENGRO 49 BAT B/C	Marseille	10449	Mixte	164 493	1 438	-	100%	ANF
85	RUFFI 46 BÂT A	Marseille	10448	Mixte	281 106	2 210	-	100%	ANF
86	AV CAMILLE PELLETAN 139	Marseille	10007	Mixte	46 630	703	-	100%	ANF
87	RUE PAVILLON 19	Marseille	10190	Mixte	102 238	738	-	100%	ANF
88	RUE PAVILLON 29	Marseille	10193	Mixte	29 864	250	-	100%	ANF
89	RUE ST FERREOL 18	Marseille	10336	Mixte	42 580	492	-	100%	ANF
90	RUE ST FERREOL 26	Marseille	10337	Mixte	79 259	273	-	100%	ANF
91	RUE VACON 32	Marseille	10350	Mixte	79 568	348	-	100%	ANF
92	RUE VACON 36	Marseille	10352	Mixte	6 205	410	-	100%	ANF
93	RUE VACON 38	Marseille	10353	Mixte	13 361	536	-	100%	ANF
94	RUE VACON 40	Marseille	10354	Mixte	12 815	364	-	100%	ANF
95	RUE VACON 54	Marseille	10357	Mixte	11 414	312	-	100%	ANF
96	RUE CHEVALIER ROZE 1	Marseille	10019	Commerces	18 123	162	-	100%	ANF
97	RUE CHEVALIER ROZE 3	Marseille	10021	Commerces	15 236	95	-	100%	ANF
98	RUE CHEVALIER ROZE 5	Marseille	10022	Commerces	-	86	-	100%	ANF
99	RUE CHEVALIER ROZE 7	Marseille	10023	Commerces	-	221	-	100%	ANF
100	RUE CHEVALIER ROZE 9	Marseille	10024	Commerces	3 320	117	-	100%	ANF
101	RUE CHEVALIER ROZE 11	Marseille	10025	Commerces	-	143	-	100%	ANF
102	RUE DE LA MURE 14	Marseille	10158	Commerces	3 913	152	-	100%	ANF
103	RUE CHEVALIER ROZE 13	Marseille	10026	Commerces	31 006	135	-	100%	ANF
104	RUE CHEVALIER ROZE 15	Marseille	10027	Commerces	-	78	-	100%	ANF
105	RUE CHEVALIER ROZE 17	Marseille	10028	Commerces	-	209	-	100%	ANF
106	RUE CHEVALIER ROZE 19	Marseille	10029	Commerces	-	184	-	100%	ANF
107	RUE CHEVALIER ROZE 21	Marseille	10030	Commerces	8 646	81	-	100%	ANF
108	RUE CHEVALIER ROZE 23	Marseille	10031	Commerces	-	113	-	100%	ANF

Liste des Immeubles

Périmètre de Transaction
Marseille

N°	Adresse	Ville	Codimm	Typologie	Revenus (€)	Surface (m²)	Nb parkings	Détention	Actionnaire
109	RUE GRAND RUE 28	Marseille	10082	Commerces	17 907	103	-	100%	ANF
110	RUE DE LA REPUBLIQUE 62	Marseille	10283	Commerces	-	394	-	100%	ANF
111	RUE DE LA REPUBLIQUE 64	Marseille	10284	Commerces	-	276	-	100%	ANF
112	RUE FRANCOIS MOISSON 12.	Marseille	10073	Commerces	113 763	193	-	100%	ANF
113	RUE DE LA REPUBLIQUE 76	Marseille	10289	Commerces	-	276	-	100%	ANF
114	RUE DE LA REPUBLIQUE 78	Marseille	10291	Commerces	-	848	-	100%	ANF
115	RUE DE LA REPUBLIQUE 80	Marseille	10293	Commerces	48 077	462	-	100%	ANF
116	RUE DE LA REPUBLIQUE 100	Marseille	10299	Commerces	-	82	-	100%	ANF
117	RUE DE LA REPUBLIQUE 102	Marseille	10300	Commerces	-	113	-	100%	ANF
118	RUE DE LA REPUBLIQUE 104	Marseille	10301	Commerces	-	92	-	100%	ANF
119	RUE DE LA REPUBLIQUE 106	Marseille	10302	Commerces	6 000	104	-	100%	ANF
120	RUE DE LA REPUBLIQUE 108	Marseille	10303	Commerces	-	89	-	100%	ANF
121	RUE FAUCHIER 50	Marseille	10060	Commerces	34 257	317	-	100%	ANF
122	RUE PLUMIER 31	Marseille	10241	Commerces	63 561	617	-	100%	ANF
123	RUE DE LA REPUBLIQUE 98	Marseille	10298	Commerces	-	137	-	100%	ANF
124	PLACE DU GENERAL DE GAULLE 7	Marseille	10074	Commerces	45 131	147	-	100%	ANF
125	PLACE DU GENERAL DE GAULLE 9	Marseille	10075	Commerces	37 169	102	-	100%	ANF
126	RUE PAVILLON 25	Marseille	10191	Commerces	-	125	-	100%	ANF
127	RUE PAVILLON 27	Marseille	10192	Commerces	-	112	-	100%	ANF
128	RUE PAVILLON 31	Marseille	10194	Commerces	109 558	310	-	100%	ANF
129	RUE PAVILLON 33	Marseille	10195	Commerces	4 537	108	-	100%	ANF
130	RUE PAVILLON 35	Marseille	10196	Commerces	122 757	415	-	100%	ANF
131	RUE PAVILLON 37	Marseille	10197	Commerces	26 900	72	-	100%	ANF
132	RUE VACON 34	Marseille	10351	Commerces	34 320	137	-	100%	ANF
133	RUE VACON 46	Marseille	10355	Commerces	-	204	-	100%	ANF
134	RUE VACON 50	Marseille	10356	Commerces	70 441	222	-	100%	ANF
135	QUAI DU PORT 66	Marseille	10247	Commerces	35 967	36	-	100%	Eurazeo
136	RUE PYTHEAS 14	Marseille	10253	Commerces	91 159	334	-	100%	ANF
137	RUE ST VICTORET 7	Marseille	10338	Parkings	-	124	6	100%	ANF
138	RUFFI 46	Marseille	10446	Parkings	920	800	80	100%	ANF
139	RUE JEAN TRINQUET 14	Marseille	10409	Parkings	-	2 023	119	100%	ANF
140	RUE MALAVAL 1/1BIS	Marseille	10141	Parkings	342 792	3 588	312	100%	ANF
141	RUE JEAN FRANCOIS LECA 5 7	Marseille	10375	Parkings	1 748	638	28	100%	ANF
142	37 RUE MAZENOD	Marseille	10152	Parkings	716 938	15 625	446	100%	ANF
143	RUE LANTHIER 16 BIS	Marseille	10128	Autres	-	7	-	100%	ANF
Actifs marseillais			143		16 030 508	159 107	1 020		

Périmètre de Transaction
Lyon

N°	Adresse	Ville	Codimm	Typologie	Revenus (€)	Surface (m²)	Nb parkings	Détention	Actionnaire
144	14 RUE DE LA REPUBLIQUE	Lyon	40802	Commerces	950 000	3 423	-	100%	ANF
	16 RUE DE LA REPUBLIQUE	Lyon	40803	Mixte	604 748	1 776	-	100%	ANF
Actif lyonnais			2		1 554 748	5 199	-		

Annexe B1 : Projet de Promesse

Annexe B2 : Tableau des questions-réponses

Annexe 1 :

Etat Locatif

Montant des charges locatives au titre de l'année 2016

Etat des renégociations de loyers consenties par ANF à des locataires

Etat des relocations en cours

Annexe 4 : Ventilation du Prix Global entre les Immeubles

Annexe 5 : Projet du contrat de cession des Titres

Annexe 6 : Liste des sinistres, liste des impayés incluant les retards de paiement et liste des contentieux

Annexe 8.6 : Programme de travaux

Annexe 8.8 : Lettre d'adhésion Eurazeo (original)



Annexe 3 : Rapport d'expertise du collège d'experts immobiliers mandaté

PHILIPPE MALAQUIN, FRICS

CHARTERED SURVEYOR
EXPERT IMMOBILIER HONORAIRE
AGRÉÉ PAR LA COUR DE CASSATION
22 AVENUE DE BRETEUIL
75007 PARIS

01 42 27 80 36
06 08 63 02 25

phmalaquin@aol.com

CLAUDE LOBJOIE, FRICS

REGISTERED VALUER
EXPERT EN ESTIMATIONS IMMOBILIÈRES
PRÈS LA COUR D'APPEL DE PARIS
38 RUE MARBEUF
75008 PARIS

09 81 75 26 97
06 07 79 04 58

claude.lobjoie-expertises@orange.fr

Mission d'appréciation des évaluations au 30 juin 2017 réalisées
par les experts immobiliers de la Société ANF.

Rapport d'expertise

20 juillet 2017

Le présent rapport ne peut être reproduit ou communiqué à des tiers que dans son intégralité. Il ne peut faire l'objet d'une quelconque publication ou citation sans l'autorisation des signataires sur la forme et les circonstances dans lesquelles il pourrait paraître. Tout litige sera soumis à la médiation du CMAP (Centre de Médiation et d'Arbitrage de Paris).

Table des matières

1. Mission et contexte	4
1.1 Lettre de mission du 30 juin 2017	4
1.2 Contexte	5
2. Contrôle de cohérence simplifié sur le portefeuille Feroe.....	6
2.1 Diligences et prestations	6
2.2 Choix et régularité des méthodes d'évaluation	11
2.2.1 Paramètre retenus	11
2.2.2 Méthodes d'évaluation	12
2.3 Conclusions.....	13
3. Contrôle de cohérence approfondi sur le portefeuille Cuba	14
3.1 Diligences et prestations des 3 experts de la Société	14
3.2 Choix et régularité des méthodes d'évaluation	18
3.3 Pertinence des valeurs de marché et des hypothèses de travail retenues	21
3.4 Conclusions.....	24
4. 1 ^{ère} approche de la valeur : par capitalisation sur dossier	26
4.1 Méthodes et paramètres de valorisation.....	26
4.2 Résultat.....	29
4.2.1 Impact de la vacance structurelle	29
4.2.2 CAPEX	30
4.2.3 Valeur par capitalisation sur dossier	30
4.3 Analyse des écarts avec les valorisations des 3 experts de la Société	31
5. 2 ^{ème} approche de la valeur : par la cession en blocs	32
5.1 Définition de l'approche.....	32
5.2 Paramètres retenus.....	32
5.3 Résultats	33
6. Approche complémentaire « cash on cash »	35
6.1 Définition de l'approche.....	35
6.2 Véhicules comparables.....	35
6.2 Paramètres retenus dans le Business Plan.....	36
6.3 Résultats	38
7. Synthèse et conclusions	39
7.1 Contrôle de cohérence simplifié sur le périmètre Feroe	40

7.3 Contrôle de cohérence approfondi sur le périmètre Cuba	40
7.4 Approche par capitalisation sur dossier	41
7.5 Approche vente en bloc de lots.....	41
7.6 Approche complémentaire Cash on Cash	41
Réserves :	42
Liste des annexes.....	43
Annexe 1 : Tableau d'analyse comparative.....	43
Annexe 2 : Descriptions des actifs évalués.....	43
Annexe 3 : Étude des marchés de Lyon, Bordeaux et Marseille	43
Annexe 4 : Analyse du marché marseillais	43
Annexe 5 : Analyse comparative des évaluations des 3 experts de la Société	43

1. Mission et contexte

1.1 Lettre de mission du 30 juin 2017

« Notre mission doit porter sur l'appréciation des évaluations au 30 juin 2017 réalisées par les experts immobiliers de la Société, à savoir BNPP Paribas Real Estate Valuation, John Lang Lasalle, et CB Richard Ellis, sous forme de :

1. Contrôle de cohérence simplifié pour les 35 actifs du périmètre « FEROE » défini selon la Charte de l'expertise en évaluation immobilière de la façon suivante :

« Le travail demandé consiste à fournir une analyse sur la cohérence des diligences et des prestations par rapport aux standards professionnels, à la finalité de l'expertise et à vérifier le choix et la régularité des méthodes d'évaluation utilisées. »

Dans ce cadre, nous serons amenés à :

- Effectuer une revue simplifiée des expertises immobilières réalisées par les experts mandatés par la société au 30 juin 2017 (soit BNPP REV, JLL et CBRE) ;
- Apprécier la pertinence des critères, paramètres, hypothèses et décotes utilisés par les experts immobiliers mandatés par la société au 30 juin 2017 ;
- Apprécier la valorisation du périmètre « FEROE », telle que déterminée par les experts mandatés par la société au 30 juin 2017, sur la base des appréciations portées ci-dessus.

2. Contrôle de cohérence approfondi pour les 146 actifs du périmètre « CUBA »

« L'ensemble des travaux d'un contrôle de cohérence simplifié auquel il convient d'ajouter un contrôle sur la pertinence des valeurs et hypothèses du confrère qui ont permis d'aboutir à ses conclusions chiffrées ».

Ce patrimoine très concentré sur la rue de la République à Marseille comprend à la fois des commerces de pied d'immeuble, des bureaux et des logements.

En pratique, nous estimons à ce stade que nous serons conduits aller au-delà de ces diligences, au vu des résultats différenciés des 3 experts au 30 juin 2017.

Dans ce cadre, nous serons amenés à :

- Effectuer une revue approfondie des expertises réalisées par les experts mandatés par la société au 30 juin 2017 (soit BNPP REV, JLL et CBRE) ;
- Reconstituer les valeurs issues de chaque critère (capitalisation et comparaison), par immeuble ;

- Apprécier la pertinence des critères utilisés dans le cadre spécifique de la cession du périmètre « CUBA » ;
- Apprécier les paramètres utilisés par les experts immobiliers mandatés par la société, et le cas échéant, proposer des données alternatives et leur impact sur la valorisation des actifs ;
- Apprécier la nature et le quantum des décotes observées dans les rapports des experts immobiliers mandatés par la société au 30 juin 2017, par rapport au contexte spécifique de cession du périmètre Cuba ;
- Apprécier le prix offert pour le périmètre Cuba, au regard de l'avis de valeur établi sur les bases ci-dessus ;

Sur ces bases, présenter une appréciation globale de la valorisation du périmètre « CUBA » selon une approche multicritère :

1. Approche par capitalisation ;
2. Modélisation d'un scénario de vente du patrimoine en considérant des délais de commercialisation raisonnables au regard de ses caractéristiques, de concentration notamment, du périmètre « CUBA » ;
3. Approche « *Cash on cash* » présentant la valorisation du point de vue d'un investisseur financier ;

En complément, nous vous fournirons les éléments d'appréciation de la valeur patrimoniale résultant de nos analyses. «

1.2 Contexte

Notre mission est une mission d'assistance au Cabinet FINEXSI, désigné comme Expert indépendant « AMF » dans le cadre d'une opération de cession d'actifs significative et d'une offre portant sur les titres de la société ANF Immobilier.

2. Contrôle de cohérence simplifié sur le portefeuille Feroe

2.1 Diligences et prestations

Selon la Charte en Évaluation Immobilière, L'expert en évaluation immobilière dispose d'une marge d'appréciation dans l'ordonnancement et la présentation de son rapport. Il doit néanmoins respecter certaines recommandations, de sorte que la présentation de la mission et des conclusions soit claire, la plus standardisée possible et compréhensible.

La forme du rapport d'expertise doit tenir compte des instructions précises données par le client à l'expert en évaluation immobilière et de l'utilisation que le client se propose de faire du document d'expertise. Il est donc nécessaire que la finalité du rapport et les instructions particulières du client résultant du contrat d'expertise soient clairement exposées de manière que les sujets, l'objet et le cadre de la mission inclus ou exclus de l'expertise apparaissent parfaitement au lecteur.

Contrats d'expertise

Pour BNPP Paribas Real Estate Valuation (BNPP REV)

Dans le contrat d'expertise au titre de l'exercice 2017 (1^{er} et 2^{ème} semestre) en date du 3 mars 2017 la société accepte de réaliser « les évaluations en valeur vénale ». Il s'agira soit d'expertise nouvelle soit d'actualisation.

Elle s'engage à respecter les normes françaises et internationales (Charte, TEGoVA et RICS) et le rapport Barthès de Ruyter.

La méthodologie retenue est la méthode par comparaison, par le revenu et du bilan promoteur.

La société ne fait pas référence à la juste valeur de la norme IFRS 13 dont relève la société ANF. Le contrat d'expertise ne précise pas le cadre de la mission.

Pour JLL Valuation

Dans le contrat d'expertise du 20 février 2017 la société d'expertise en évaluation immobilière indique agir dans le cadre de « la comptabilité de votre société selon les normes IFRS 13. »

La juste valeur sera déterminée « en tenant compte de l'état de la situation locative actuelle de chaque actif »

S'agissant des méthodes d'expertises il sera utilisé la méthode par comparaison et la méthode par capitalisation.

Elle s'engage à respecter les normes françaises et internationales (Charte, TEGoVA et RICS) et le rapport Barthès de Ruyter.

Rapports de mission

❖ Pour BNPP Paribas Real Estate Valuation

Nous avons disposé :

- D'un rapport de mission au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017,
- D'un fichier .xls intitulé Synthèse_BNPPP_Marseille_SDec_2016.xls.
- D'un fichier .xls intitulé Synthèse_BNPPP_Marseille_SJuin_2017.xls.

Les rapports de mission aux 31 décembre 2016 et 30 juin 2017, au format .pdf et les tableaux de données au format .xls reprennent une partie des éléments de mission, à savoir l'identité du client, l'identification des biens (désignation, adresse exacte et usage à la date de visite), le type de valeur attendu, la date de dernière visite et l'identité de la personne ayant visité le bien (pour un nombre restreint de biens), la date de la rédaction du rapport, la date de valeur, l'identification des documents demandés, collectés et utilisés par l'expert.

La finalité pour laquelle l'évaluation est demandée est précisée, mais avec mention de la recherche de la « Juste Valeur », sans faire référence à la « highest and best use value » qui n'est ni évoquée dans la mission, ni valorisée dans les rapports individuels consultés. *Ce point pourrait avoir, dans l'absolu, une incidence sur la valorisation, mais elle pourrait aussi n'être que marginale (droits à construire complémentaires, sous condition de réalisation technique et réglementaire, par exemple) ; au vu des documents partiels transmis, nous ne nous déclarons pas en mesure d'en juger.*

Les réserves pouvant avoir une incidence sur la valeur sont portées au rapport de mission remis : servitudes, affectation, pollution et urbanisme, source des surfaces et nature. L'amiante n'est pas évoquée.

La fiscalité est détaillée, à taux pleins ou à taux réduits.

Les référentiels sont nommés : Charte de l'expertise en évaluation immobilière et « Blue Book » de TEGOVA et recommandations du rapport CNC/COB ((Barthès de Ruyter).

Sont absents des éléments tels que ceux portant sur l'utilisation par le client du rapport, la réserve sur les conflits d'intérêts, les compétences de l'expert pour réaliser la mission et la clause de non publication partielle.

La liste des pièces demandées et celles communiquées est annexée au rapport de mission.

❖ Pour JLL Valuation

Nous avons disposé :

- Du rapport de mission au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017,
- D'un fichier au format de base .xls délivré au format .pdf en annexe du rapport de mission, pour certains des actifs hôteliers, en date de valeur du 31 décembre 2016,
- Des fiches individuelles ou rapports d'actualisation pour les certains actifs tertiaires du portefeuille « FEROE »

Les rapports de mission aux 31 décembre 2016 et 30 juin 2017, au format .pdf et les tableaux de données au format .xls reprennent une partie des éléments de mission, à savoir l'identité du client, l'identification des biens (désignation, adresse exacte et usage à la date de visite), le type de valeur attendu, la date de dernière visite et l'identité de la personnes ayant visité le bien (pour un nombre restreint de biens), la date de la rédaction du rapport, la date de valeur, l'identification des documents demandés et collectés et utilisés par l'expert.

La finalité pour laquelle l'évaluation est demandée est précisée, mais avec mention de la recherche de la « Juste Valeur », sans faire référence à la « highest and best use value » qui n'est ni évoquée dans la mission, ni valorisée dans les rapports individuels consultés. *Ce point pourrait avoir, dans l'absolu une incidence sur la valorisation, mais elle pourrait aussi n'être que marginale (droits à construire complémentaires, sous condition de réalisation technique et réglementaire, par exemple) ; au vu des documents partiels transmis, nous ne nous déclarons pas en mesure d'en juger.*

Les réserves pouvant avoir une incidence sur la valeur sont portées au rapport de mission remis : confidentialité, dettes exigibles, servitudes, affectation, diagnostics immobiliers (amiante, termites, etc.), analyse des matériaux nuisibles ou dangereux, étude géologique, pollution et urbanisme, source des surfaces et nature.

La fiscalité est détaillée, à taux pleins ou à taux réduits.

Les référentiels sont nommés : Charte de l'expertise en évaluation immobilière (5^{ème} édition – mars 2017), « Red Book de la RICS et recommandations du rapport CNC/COB (Barthès de Ruyter).

Sont présents les éléments traitant des compétences et l'indépendance de l'expert pour réaliser la mission.

Sont absents des éléments tels que ceux portant sur l'utilisation par le client du rapport, la réserve sur les conflits d'intérêts et la clause de non publication partielle.

La liste des pièces demandées et celles communiquées est annexée au rapport de mission.

Forme des Rapports d'expertise

L'ensemble des rapports et fichiers de calculs n'a pas été mis à disposition.

S'agissant de BNPP REV, en date de valeur du 30 juin 2017, sont mis à disposition : 4045001, 4045002, 4046001, 40742, 80003, 80001, 80002.

S'agissant de JLL, en date de valeur du 30 juin 2017, aucun rapport traitant des actifs tertiaires n'a été mis à disposition. Par contre les rapports d'actualisation des 12 hôtels ont été remis.

Cette mise à disposition très partielle est préjudiciable à la bonne analyse critique des travaux de valorisation confiés.

Notons toutefois qu'en date de valeur du 31 décembre 2016, l'essentiel des fiches synthétiques de BNPP et des rapports synthétiques de JLL ont été transmis.

Pour le patrimoine FEROE, seul l'actif NEW WAY de Lyon a été visité pour la présente campagne par l'expert en évaluation immobilière JLL.

Situation géographique, juridique, urbanistique des biens

S'agissant des actualisations, l'expert en évaluation immobilière BNPP REV n'a pas développé ces points dans sa fiche de synthèse.

L'expert en évaluation immobilière JLL traite de manière succincte ce point dans ces rapports (version du 31 décembre consultées) et fiches d'actualisation.

Description des biens

S'agissant des actualisations, l'expert en évaluation immobilière BNPP REV n'a pas développé ces points dans sa fiche de synthèse.

Pour les seuls rapports dont nous avons disposé, ceux portant sur les hôtels, l'expert en évaluation immobilière JLL a procédé aux diligences de description, à savoir la nature, l'usage, la consistance et les surfaces (source non précisée dans le rapport) des biens, l'état d'entretien et les équipements. En l'absence de visite à chaque évaluation semestrielle, les données sont limitées et sans doute probablement datées (état d'entretien).

Situation locative

S'agissant des actualisations, l'expert en évaluation immobilière BNPP REV traite l'état d'occupation et les montants financiers correspondants dans ses fiches de synthèse.

Les données sont actualisées suivant différents états locatifs des 3 et 12 avril 2017. Comparativement à l'état locatif reçu du 31 mars 2017, qui a servi de base au contrôle de cohérence il n'y a pas de différence significative.

Pour l'expert en évaluation immobilière JLL : les données sont actualisées suivant un état locatif de fin avril, sans plus de précision dans le rapport de synthèse. Comparativement à l'état locatif reçu du 31 mars 2017, qui a servi de base au contrôle de cohérence, il n'y a pas de différence significative.

Étude de marché et termes de comparaison

S'agissant des actualisations, l'expert en évaluation immobilière BNPP REV n'a pas développé ces points dans sa fiche de synthèse.

Le rapport de mission de BNPP REV traite de manière détaillée du marché des locaux tertiaire à Marseille, Bordeaux et Lyon ; il présente les grandes caractéristiques de ces marchés et des transactions en matière locative et vénale.

Le rapport de mission de JLL au 30 juin 2017, en sa forme remise, ne comporte pas d'annexes reprenant d'études de marché détaillées. Il n'est pas conforme aux préconisations de la Charte de l'Expertise en Évaluation Immobilière ni aux préconisations de l'AFREXIM. Il n'y a pas d'étude de marché pour les hôtels ; ces données seront peut être disponibles dans les annexes du rapport définitif à délivrer.

Éléments de jugement (SWOT)

S'agissant des actualisations, l'expert en évaluation immobilière BNPP REV n'a pas développé ces points dans sa fiche de synthèse.

L'expert en évaluation immobilière JLL a donné une appréciation des biens au regard de leurs points forts et de leurs points faibles ; ces fiches de valorisation ne sont pas conformes à la charte de l'expertise en évaluation immobilière en ce que les « opportunités » dont chaque bien pourrait bénéficier et les « menaces » qu'il pourrait encourir, ne figurent pas aux rapports.

2.2 Choix et régularité des méthodes d'évaluation

2.2.1 Paramètre retenus

Les experts en évaluation immobilière n'exposent pas de manière explicite l'ensemble des paramètres d'évaluation.

Le tableau ci-dessous, reprenant les données des rapports de mission résume les éléments explicités.

	JLL	BNP P
Juste valeur	IFRS 13 (highest and best use)	IFRS 13 (highest and best use)
Niveau	3	3
Revenus		
Bureaux		
Renouvellement	au loyer avec 10% de hausses sans dépassement de la VLM	+/- valeur financière par rapport VLM actualisée à 4,5%
Vacance locative	non précisé	
Locaux vacants		
Disponibles	3 mois + loyer de marché	3 mois
Travaux	4 à 9 mois + travaux	3 à 6 mois
Valeur locative de marché		
Bureaux		
Lyon	250 €	225 €/m ² Milky way - 200 €/m ² Stratège - Massena/La Fayette 165 à 175 €/m ²
Marseille	180 à 250 €/m ²	
	JLL	BNP P
Taux de rendement de marché		
Lyon		
Bureaux	6,10%	5,3% (Milky Way) 7,2%
Marseille		
Bureaux	6,1 à 7,1%	5,85 à 6,25%
Travaux par m²		
Bureaux	cas par cas	cas par cas - rad
Méthode par comparaison		
ABATTEMENTS GENERAUX ET CONCLUSIONS		
Valeur retenue	Dcf ou Capitalisation	moyenne capitalisation et comparaison

En outre, dans certaines fiches de BNPP REV et dans les rapports « hôtels » de JLL, les données sont plus amplement décrites.

Le différentiel entre la valeur locative de marché et le loyer pratiqué est actualisé jusqu'aux dates de libération possible par les locataires au taux de 3 %

Les mesures d'accompagnement sont prises en compte (franchises de loyers, paliers)

Le poids de la vacance est pris en considération de manière adaptée (2 ans par exemple sur un projet en développement).

Les taux de rendement sont différenciés en fonction de l'existence de durée ferme résiduelle dans les baux signés, conduisant à des périodes d'occupation garanties dépassant 3 années.

2.2.2 Méthodes d'évaluation

S'agissant des actualisations, l'expert en évaluation immobilière **BNPP REV** n'a pas développé de point de méthodologie dans sa fiche de synthèse ; il applique deux méthodes de valorisation, la capitalisation du revenu et la comparaison, pour retenir une valeur vénale arrondie à la moyenne des deux valeurs.

Les fiches fournies permettent de reconstituer le calcul, à quelques exceptions près :

- l'actif 8001/8002, s'agissant d'un bien édifié sur un terrain détenu sous forme d'Autorisation d'occupation temporaire du domaine public (Bordeaux – Bassins à Flot, « Le Nautilus »)
- l'actif 10802, 38 rue de Forbin pour lequel aucun élément de valorisation n'est fourni

En outre, dans le rapport de mission, il précise ses pratiques en matière de moins-values.

Le différentiel entre la valeur locative de marché et le loyer pratiqué est actualisé jusqu'aux dates de libération possible par les locataires au taux de 3 %.

Les mesures d'accompagnement sont prises en compte (franchises de loyers, paliers)

Le poids de la vacance est pris en considération de manière adaptée (2 ans par exemple sur un projet en développement).

Les taux de rendement sont différenciés en fonction de l'existence de durée ferme résiduelle dans les baux signés, conduisant à des périodes d'occupation garanties dépassant 3 années.

L'expert en évaluation immobilière **JLL** a exposé, pour les bureaux, dans son rapport de mission, qu'il retenait en conclusion la valeur vénale issue de l'approche par capitalisation du revenu, corrigée des éventuels écarts entre la valeur locative de marché et le revenu net couru.

En matière d'hôtel, il est à relever que les méthodes appliquées par JLL, mentionnées dans le rapport de mission, sont hétérogènes : 3 actifs (B&B Quimper sud, Saclay, et AC Vélodrome) sont évalués par la méthode des Discounted Cash-Flow, alors que les autres le sont par la capitalisation du revenu. Il serait préférable d'harmoniser les méthodes pour ces actifs relevant de la même classe.

Notons que pour les deux experts, les actifs en développement sont évalués en valeur dite à terminaison, et que la société ANF retient, à raison, une valeur nette par soustraction des sommes restant à décaisser pour ces projets en cours (CPI ou VEFA).

En l'absence (hors hôtels) de fourniture de fiches détaillées, il n'est pas possible d'une manière générale de reconstituer les calculs. Néanmoins les variables nous apparaissent globalement pertinentes.

Pour certains actifs, il n'est cependant pas possible de porter un jugement :

- l'actif FUTURE WAY à Lyon n'est pas évalué ; la valeur figurant dans le portefeuille « FEROE » nous a été présentée comme la valeur nette comptable.

Pour trois autres nous avons relevé quelques approximations :

- 422001 – un écart de 100 000 € existe entre le document de synthèse FEROE et le rapport de mission de JLL
- B&B Vélodrome et AC Vélodrome : les actifs sont évalués comme s'ils étaient détenus en pleine propriété, alors qu'ils sont détenus sous bail emphytéotique de 99 ans ; au vu de la très longue durée résiduelle restant à courir, l'approche par les flux aurait conduit au même résultat si le Bail emphytéotique avait été pris en compte.

2.3 Conclusions

Au regard de l'aspect très partiel des données transmises, et alors même qu'il nous était demandé de conduire seulement un contrôle de cohérence simplifié, pour pouvoir garantir la teneur de nos conclusions, nous avons conduit une mission analytique comparative des variables retenues par les deux experts, avec celles que nous aurions retenu si une mission d'expertise en valeur vénale nous avait été confiée par la société ANF. Les données en sont reprises en annexe.

À l'issue de cette analyse comparative, nous pouvons garantir que les valorisations délivrées sont bien conformes à l'état des différents marchés de l'investissement en matière tertiaire, dans les villes de Bordeaux, Lyon, Villeurbanne et Marseille et dans les agglomérations où se situent les actifs hôteliers évalués par la société JLL.

Elles sont également conformes aux pratiques des investisseurs intervenant dans ces compartiments de marché.

À l'issue de la mise en œuvre de ce contrôle de cohérence simplifié, nous pouvons certifier les valorisations délivrées, même si la communication non exhaustive des rapports et des hypothèses prises par les experts de la société ANF, ne permet pas de s'assurer de l'ensemble des données utilisées pour y parvenir.

Cf. Annexe 1 : Tableau d'analyse comparative

Annexe 2 : Descriptions des actifs évalués

Annexe 3 : Étude des marchés de Lyon, Bordeaux et Marseille

3. Contrôle de cohérence approfondi sur le portefeuille Cuba

3.1 Diligences et prestations des 3 experts de la Société

Selon la Charte en Évaluation Immobilière, L'expert en évaluation immobilière dispose d'une marge d'appréciation dans l'ordonnancement et la présentation de son rapport. Il doit néanmoins respecter certaines recommandations, de sorte que la présentation de la mission et des conclusions soit claire, la plus standardisée possible et compréhensible.

La forme du rapport d'expertise doit tenir compte des instructions précises données par le client à l'expert en évaluation immobilière et de l'utilisation que le client se propose de faire du document d'expertise. Il est donc nécessaire que la finalité du rapport et les instructions particulières du client résultant du contrat d'expertise soient clairement exposées de manière que les sujets, l'objet et le cadre de la mission inclus ou exclus de l'expertise apparaissent parfaitement au lecteur.

Contrats d'expertise

BNP Paribas Real Estate Valuation

Dans le contrat d'expertise au titre de l'exercice 2017 (1^{er} et 2^{ème} semestre) en date du 3 mars 2017 la société accepte de réaliser « les évaluations en valeur vénale ». Il s'agira soit d'expertise nouvelle soit d'actualisation.

Elle s'engage à respecter les normes françaises et internationales (Charte, TEGoVA et RICS) et le rapport Barthès de Ruyter.

La méthodologie retenue est la méthode par comparaison, par le revenu et du bilan promoteur.

La société ne fait pas référence à la juste valeur de la norme IFRS 13 dont relève la société ANF. Le contrat d'expertise ne précise pas le cadre de la mission.

JLL Valuation

Dans le contrat d'expertise du 20 février 2017 la société d'expertise en évaluation immobilière indique agir dans le cadre de « la comptabilité de votre société selon les normes IFRS 13. »

La juste valeur sera déterminée « en tenant compte de l'état de la situation locative actuelle de chaque actif »

S'agissant des méthodes d'expertises seront utilisées la méthode par comparaison et la méthode par capitalisation.

Elle s'engage à respecter les normes françaises et internationales (Charte, TEGoVA et RICS) et le rapport Barthès de Ruyter.

CBRE Valuation

Le contrat du 13 février 2017 est prévu pour une durée d'une année au titre des campagnes d'expertise au 30 juin 2017 et au 31 décembre 2017.

La mission consiste à déterminer à l'expertise en valeur vénale et locative d'actifs immobiliers détenus par la société dans le cadre de l'évaluation semestrielle de son patrimoine.

Au 30 juin 2017 la société s'est engagée à réaliser l'expertise en valeur vénale et locative des biens compte tenu de leur état d'occupation ou location et dans le cadre de la poursuite d'usage de leur usage au moment de l'étude.

Elle s'engage à respecter les normes françaises et internationales (Charte, TEGoVA et RICS) et le rapport Barthès de Ruyter.

La société ne fait pas référence à la juste valeur de la norme IFRS 13 dont relève la société ANF. Le contrat d'expertise ne précise donc pas complètement le cadre de la mission.

Rapports de mission

BNPP REV

Nous avons disposé :

- D'un rapport de mission au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017.
- D'un fichier .xls intitulé Synthèse_BNPP_Marseille_SDec_2016.xls.
- D'un fichier .xls intitulé Synthèse_BNPP_Marseille_SJuin_2017.xls.

Les rapports de mission aux 31 décembre 2016 et 30 juin 2017, au format .pdf et les tableaux de données au format .xls reprennent une partie des éléments de mission, à savoir l'identité du client, l'identification des biens (désignation, adresse exacte et usage à la date de visite), le type de valeur attendu, la date de dernière visite et l'identité de la personne ayant visité le bien (pour un nombre restreint de biens), la date de la rédaction du rapport, la date de valeur, l'identification des documents demandés, collectés et utilisés par l'expert.

La finalité pour laquelle l'évaluation est demandée est précisée, mais avec mention de la recherche de la « Juste Valeur », en faisant référence à la « highest and best use value ».

Les réserves pouvant avoir une incidence sur la valeur sont portées au rapport de mission remis : servitudes, affectation, pollution et urbanisme, source des surfaces et nature. L'amiante n'est pas évoquée.

La fiscalité est détaillée, à taux pleins ou à taux réduits.

Les référentiels sont nommés : Charte de l'expertise en évaluation immobilière et « Blue Book » de TEGOVA et recommandations du rapport CNC/COB (Barthès de Ruyter).

Sont absents des éléments tels que ceux portant sur l'utilisation par le client du rapport, la réserve sur les conflits d'intérêts, les compétences de l'expert pour réaliser la mission et la clause de non publication partielle.

JLL Valuation

Nous avons disposé :

- Du rapport de mission au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017
- Des fiches individuelles ou rapports d'actualisation pour les actifs du portefeuille « CUBA »

Les rapports de mission aux 31 décembre 2016 et 30 juin 2017, au format .pdf et les tableaux de données au format .xls reprennent une partie des éléments de mission, à savoir l'identité du client, l'identification des biens (désignation, adresse exacte et usage à la date de visite), le type de valeur attendu, la date de dernière visite et l'identité de la personnes ayant visité le bien (pour un nombre restreint de biens), la date de la rédaction du rapport, la date de valeur, l'identification des documents demandés et collectés et utilisés par l'expert.

La finalité pour laquelle l'évaluation est demandée est précisée, mais avec mention de la recherche de la « Juste Valeur », en faisant référence à la « highest and best use value ».

Les réserves pouvant avoir une incidence sur la valeur sont portées au rapport de mission remis : confidentialité, dettes exigibles, servitudes, affectation, diagnostics immobiliers (amiante, termites, etc.), analyse des matériaux nuisibles ou dangereux, étude géologique, pollution et urbanisme, source des surfaces et nature.

La fiscalité est détaillée, à taux pleins ou à taux réduits.

Les référentiels sont nommés : Charte de l'expertise en évaluation immobilière (5^{ème} édition – mars 2017), « Red Book de la RICS et recommandations du rapport CNC/COB (Barthès de Ruyter).

Sont présents les éléments traitant des compétences et de l'indépendance de l'expert pour réaliser la mission.

Sont absents des éléments tels que ceux portant sur l'utilisation par le client du rapport, la réserve sur les conflits d'intérêts et la clause de non publication partielle.

CBRE Valuation

Le rapports de mission au 30 juin 2017, au format .pdf et les tableaux de données au format .xls reprennent une partie des éléments de mission, à savoir l'identité du client, l'identification des biens (désignation, adresse exacte et usage à la date de visite), le type de valeur attendu, la date de dernière visite et l'identité de la personne ayant visité le bien (pour un nombre restreint de biens), la date de la rédaction du rapport, la date de valeur, l'identification des documents demandés, collectés et utilisés par l'expert.

La finalité, pour laquelle l'évaluation est demandée, est précisée, à l'identique du contrat à savoir : « l'expertise en valeur vénale et locative des biens compte tenu de leur état d'occupation ou location et dans le cadre de la poursuite d'usage de leur usage au moment de l'étude. »

Forme des Rapports d'expertise

Situation géographique, juridique, urbanistique du bien

Les experts en évaluation immobilière n'ont pas développé ces points dans leur rapport d'expertise.

Description du bien

Les experts en évaluation immobilière n'ont pas procédé aux diligences de description, à savoir la nature, usage, consistance et surface (source non précisée dans le rapport) du bien, l'état d'entretien et les équipements s'agissant des actualisations. En revanche s'agissant des expertises avec visites ces aspects ont été traités.

Situation locative

Les experts en évaluation immobilière ont développé ces points dans les rapports d'expertise sur la base des états locatifs dont ils ont eu communication en citant les principaux éléments.

Étude de marché et termes de comparaison

Les rapports d'expertise présentent des analyses de marché et fournissent des termes de comparaison justifiant sa valorisation.

Éléments de jugement

Les experts en évaluation immobilière n'ont pas donné d'appréciation du bien au regard de leur utilisation et des conditions du marché dans lequel il se situe.

Évaluation

Les experts en évaluation immobilière n'ont pas exposé de manière explicite les paramètres de l'évaluation. En outre, l'expertise présente un chapitre conclusion dans lequel l'expert synthétise les valeurs.

En particulier, comme nous ne disposons pas de l'exhaustivité des fiches individuelles des expertises ou des actualisations nous ne pouvons pas nous prononcer sur les impacts de certaines situations.

3.2 Choix et régularité des méthodes d'évaluation

Les experts en évaluation immobilière ont exposé de manière générale l'ensemble des paramètres d'évaluation.

BNP Paribas Real Estate

- Valeur locative de marché : tant pour les locaux commerciaux que pour les locaux à usage de bureau, la valeur locative retenue est nette de charge en dehors de celle résultant de l'article 606 du code civil.
- Pondération des surfaces : pour les locaux commerciaux les surfaces utiles ont été pondérées de la façon suivante :
 - Commerces en rez-de-chaussée : coefficient de pondération entre 0,6 et 1,
 - Mezzanines : coefficient de pondération de 0,5,
 - Annexes en sous-sol : coefficient de pondération entre 0,1 et 0,3,
 - Annexe en étage coefficient de pondération entre 0,3 et 0,6.

Ces pondérations sont partiellement conformes à celles figurant dans la Charte de l'expertise en évaluation immobilière (5^{ème} édition – mars 2017).

- Approche par le revenu : le loyer de marché est calculé à partir des surfaces utiles pondérées pour les locaux commerciaux.
 - Loi de 1948 : un taux de rendement bas a été retenu tenant compte du potentiel de revalorisation dont l'échéance n'est pas connue.
 - Loyers libres occupés sur la base d'un ratio locatif compris entre 75% et 100% du loyer de marché : le taux de rendement retenu est proche du taux de marché.
 - Loyers libres occupés sur la base d'un ratio locatif inférieur à 75% : le loyer cible est égal à 85% du loyer de marché. La moins-value financière est actualisée à 5,25%. Pour les baux en cours une hypothèse de déplafonnement par 6^{ème} sur 6 ans ne pourra être effective qu'après une période de 3 ans.
 - Commerce : compte tenu des difficultés traversées par le marché locatif marseillais le taux de rendement retenu est modulé en fonction de la situation par rapport à la valeur locative.

- Commerce loués avec une part variable : si les chiffres d'affaires n'ont pas été communiqués le loyer potentiel estimé sera atteint au terme de 3 années d'activité. La quatrième année le loyer potentiel sera considéré comme pérenne.
- Bureaux et locaux professionnel : Pour les locaux déplaçonnables le loyer de marché est systématiquement capitalisé. De la valeur « droits inclus » obtenue les plus ou moins-values financières sont ajoutées ou retranchées.
- Franchises en immobilier d'entreprise : elles sont déduites et actualisées à un taux d'actualisation de 4,5%.
- Le revenu capitalisé est un revenu brut et la société en a tenu compte dans le choix de son taux.

JLL Valuation

- Habitation

Pour les locaux d'habitation les locaux vacants « disponible » sont supposés supporter une période de vide locatif de 3 mois.

Pour les locaux en travaux ou gelés la vacance est comprise entre 6 et 18 mois avec déduction des travaux.

- Habitation loi de 1948

JLL a supposé que les appartements seraient libérés au plus tard le 30 juin 2019. Un vide locatif de 6 mois et des travaux sont prévus. Cette hypothèse est reconduite chaque semestre. Cette approche constitue un facteur de survalorisation de ce type de locaux.

- Bureau

Un renouvellement au loyer actuel est prévu augmenté de 10% sans dépasser l'évaluation de la valeur locative.

Pour les locaux vacants une période de vide locatif variable a été retenue.

- Commerce

Pour les commerces notoirement sous loués les loyers sont renouvelés sur la base du loyer perçu augmenté d'un pourcentage variable en fonction de la différence entre le loyer et la valeur locative.

Les surfaces utiles ont été pondérées.

Les surfaces des locaux commerciaux ont été pondérées sans que les paramètres soient précisés. Seul le passage de la surface utile à la surface utile pondérée est indiqué dans le chapitre 2.4 du rapport.

L'approche méthodologique est déclinée en quatre points :

- La valeur locative de marché des logements est déterminée en l'état et en poursuite d'usage sans convenance particulière.
- En raison de la typologie de la majorité des biens (immeubles de rapport à usage résidentiel) la valorisation est réalisée en vue d'une vente en bloc.

Par ailleurs, la valeur locative est capitalisée à un taux de rendement théorique susceptible d'être retenu par un investisseur.

- L'occupation à la date de l'expertise sera prise en compte :
 - Bureau : actualisation de la différence entre la valeur locative et le loyer net perçu sur la période restant à courir dans le bail, sur la fin de la période triennale en cours en cas de surloyer puisque le locataire peut quitter les locaux ou renégocier son loyer.
 - Commerce ; le même principe que pour les bureaux est appliqué. Cependant le loyer inférieur à la valeur locative de marché le différentiel est actualisé sur une période généralement minimale de 9 ans.
- La méthode par comparaison est mise en œuvre en vue de déterminer la valeur vénale libre dans le cadre d'une vente lot par lot. Les valeurs obtenues sont abattues de 2 à 10% pour prendre en compte la vente en bloc.

3.3 Pertinence des valeurs de marché et des hypothèses de travail retenues

Les valeurs et les hypothèses de travail pour chaque société ont été les suivantes :

BNP Paribas Real Estate

- **Valeur locative :**
 - Commerce :
 - Tronçon 1 : 350 à 700 € HT/m²/an
 - Tronçon 2 : 200 à 450 € HT/m²/an
 - Autres rues : 200 à 450 € HT/m²/an
 - Bureaux :
 - Patrimoine historique : 170 à 190 €/m²
 - Meublés (63 Forbin) : 280 € HT/m²/an
 - îlot 34 : 190 à 210 € HT/m²/an
 - Habitation libre :
 - Patrimoine historique : 10 à 5 €/m²/mois
 - Meublés :
 - < 20 m² 320 €/m²/an
 - 20 à 30 m² : 280 €/m²/an
 - 30 à 40 m² : 264 €/m²/an
 - >40 m² 180 à 220 €/m²/an.
- **Méthode par le revenu :**
 - Loi de 1948 : un taux de rendement bas a été retenu tenant compte du potentiel de revalorisation.
 - Taux de rendement retenus :
 - Bureau périmètre historique : 6,25%
 - Bureau îlot 34 : 6,10%
 - Commerces prime : 5.25%
 - Commerces : 6%
 - Habitation libre : 3,25% à 5,25%

- Habitation libre – îlot 34 : 4,0% à 4,5%
- Meublés îlot 20 : 4,80% à 5%
- Habitation loi de 1948 : 2,5% à 3,75%

À l'occasion des évaluations pour le 1^{er} semestre 2017 la société BNP Paribas Real Estate Valuation indique que les taux de rendement retenus au 31 décembre 2016 seront maintenus. Il est rappelé par la société que celui des appartements loués meublés est plus élevé afin de tenir compte du turn-over.

Par ailleurs, les valeurs locatives du tronçon 1 et 2 ont été abaissées de 10 à 15% afin de tenir compte des difficultés rencontrées (vacances et sur-offre).

La société constate une baisse au 30 juin 2017 de 2,45% sur un semestre en raison de la poursuite de la baisse des valeurs locatives sur le tronçon 1 et 2, du départ de plusieurs locataires commerciaux, de la libération de nombreux lots d'habitation et de la prise à bail à un niveau inférieur aux loyers escomptés de nombreux locaux.

JLL Valuation

- **Valeur locative :**
 - **Habitation libre :**
 - **Tronçon 1 :**
 - Entre 0 et 50 m² : 15,83 €/m²/mois
 - Entre 50 et 100 m² : 12,5 €/m²/mois
 - Entre 100 et 150 m² : 10,83 €/m²/mois
 - Plus de 150 m² : 10,00 €/m²/mois
 - **Tronçon 1 autres rues, Tronçon 2 rue de la République, tronçon 2 autres rues, Tronçon 3 rue de la république, tronçon 3 autres rues. :**
 - Entre 0 et 50 m² : 15,0 €/m²/mois
 - Entre 50 et 100 m² : 11,66 €/m²/mois
 - Entre 100 et 150 m² : 10,0 €/m²/mois
 - Plus de 150 m² : 9,16 €/m²/mois
- **Méthode par le revenu :**
 - **Taux de rendement retenus :**
 - Bureau périmètre historique : 6,0% à 7,1%

- Commerces : 4,90% à 7,10%
- Habitation libre : 4,40% à 5,30%
- Habitation loi de 1948 – îlot 34 : 4,10% à 4,85%

A l'occasion des évaluations pour le 1^{er} semestre 2017 la société JLL indique que les taux de rendement retenus au 31 décembre 2016 seront maintenus.

CBRE Valuation

Pour le patrimoine historique les paramètres de valorisation au 30 juin 2017 sont les suivants :

- Valeurs locatives :
 - Habitation : de 2,66 € à 22,5 €/m²/mois
 - Commerce : de 65,15 à 630,76 €/m²/an
 - Bureaux de 86,61 à 203 €/m²
 - Parking de 803,88 € à 1 260 €/place.
- Méthode par le revenu
 - Habitation : de 4,25% à 4,75%
 - Commerce : de 4,53% à 6,00%
 - Bureaux de de 6,25% à 6,75%
 - Parking de de 5,00%.
- Méthode par comparaison :
 - Habitation : de 1 116 € à 4 407 €/m²/mois
 - Commerce : de 1 062 € à 12 247 €/m²/an
 - Bureaux de 1 333 € à 4 269 €/m²
 - Parking de 550 € à 17 865 €/place.

Le taux d'actualisation des plus ou moins-values financières n'est pas indiqué.

3.4 Conclusions

Sur la conformité des diligences à la charte de l'expertise en évaluation immobilière :

Globalement les méthodes d'évaluation immobilière sont conformes à la charte de l'expertise en évaluation immobilière puisque les sociétés ont eu recours à la méthode par comparaison et à la méthode par le revenu. Les diligences classiques et standards sont réalisées. On peut noter simplement que les visites ne sont pas régulières. Des contrats d'expertises sont conclus à chaque mission.

On peut cependant regretter de ne pas disposer du calcul complet permettant actif par actif de comprendre précisément le processus de valorisation. Les paramètres sont indiqués mais pas les chaînes de calcul.

On peut noter par ailleurs que les deux sociétés d'expertise en évaluation immobilière historiques (JLL et BNPP V) ont recours à une approche retenant la moyenne des deux résultats. Cette approche a été également retenue par CBRE comme une obligation commune avec les autres sociétés d'expertise en évaluation immobilière.

Le recours à la moyenne vient amortir en partie certaines évolutions et ne permettent pas d'affirmer une approche de valorisation contrastée. D'autant que les deux sociétés pratiquent un abattement sur la méthode par comparaison :

- Décote portefeuille de 15% pour JLL,
- Abattement pour marge et frais de commercialisation pour BNPP de l'ordre de 15%.

CBRE a peut être pratiqué un tel abattement mais le détail des expertises ne permet pas de le vérifier.

On peut considérer qu'elle résulte de l'option de détention de ce patrimoine par la société ANF qui avait jusqu'à présent comme stratégie de valorisation dans l'optique d'une détention sans recherche d'arbitrage systématique.

Sur la prise en compte des caractéristiques immobilière de la société ANF :

Le portefeuille Cuba se caractérise par un taux d'occupation financier inférieur (TOF) à 70%. Ce taux est très faible puisque les véhicules d'investissement immobilier (sociétés foncières cotées ou non, SCPI ou OPCI) descendent rarement en dessous de 85% actuellement.

L'importance de cette vacance comporte un risque de survalorisation puisque les locaux vacants sont évalués à leur valeur locative de marché. Par conséquent les mécanismes de prise en compte de l'impact de cette vacance très élevée vont avoir un impact immédiat sur leur valorisation. Il est retenu des durées de vacance en fonction du type d'actif.

D'une certaine façon la prise en compte d'une vacance structurelle pourrait permettre de prendre en compte ce TOF et conduire la société à rechercher des actions en termes d'asset management pour en réduire l'impact.

Par ailleurs, si des travaux sont retenus par les experts en évaluation immobilière pour les locaux vacants le rythme de leur réalisation est un levier pour réduire la vacance. On peut s'interroger sur le montant qui est retenu afin de s'assurer qu'il permettra de réduire cette vacance en remettant sur le marché des locaux rénovés.

Enfin, la concentration de ce patrimoine sur une rue et ses perpendiculaires représente un risque structurel qui pourrait être apprécié par un abattement forfaitaire sur la valorisation ou par une prime de risque plus élevée sur les taux de rendement.

En effet, la mise sur le marché d'un patrimoine aussi concentré conduirait mécaniquement à une baisse des valeurs sur le marché.

Sur le contexte du marché local :

Globalement comme nous l'avons montré dans les études de marché les loyers dans le secteur de Marseille où se trouve le patrimoine sont orientés à la baisse.

La baisse des revenus locatifs est significative de décembre 2016 à juin 2017.

Les raisons en sont diverses.

Pour les locaux d'habitation ce secteur se caractérise aujourd'hui par la présence d'une population plus cosmopolite malgré les efforts de la société ANF et la qualité des constructions. Par ailleurs, la crise que traverse la France depuis l'été 2007 se traduit par une baisse du pouvoir d'achat à Marseille qui a fini par se matérialiser également dans les locations.

Pour le commerce la mise en exploitation de deux centre commerciaux (Les Terrasses du port ouvert en mai 2014 et le Prado qui ouvrira au second semestre 2017) ont aspiré les enseignes qui étaient présentes dans ce secteur. D'autant que les loyers sont restés élevés et sur des ratios correspondant à une époque aujourd'hui révolue.

L'ajustement à la baisse n'a pas été réalisé aussi rapidement que le semblait le demander le marché.

À cet égard n'observe que CBRE Valuation nouvel entrant a acté immédiatement le repositionnement du marché avec également une amplitude des valeurs locatives beaucoup plus large que celle des deux sociétés historiques. On notera cependant que JLL a non seulement constaté le phénomène comme BNPP REV mais l'a traduit dans son approche de valorisation au 30 juin 2017. BNPP REV reste un peu en retrait dans cette approche.

S'agissant des bureaux, l'arrivée à maturité des pôles tertiaires marseillais comme Euroméditerranée par exemple et la qualité de l'offre ont fini par concurrencer ce secteur.

Globalement la baisse au 30 juin 2017 de plus de 12% de CBRE par rapport aux valeurs au 31 décembre 2016 comparée au -1,88% de JLL ou au - 2,36% de BNPP REV épouse mieux la tendance des revenus et du taux d'occupation financier. Surtout s'agissant d'une société foncière dans une stratégie Core+. La mise à niveau de CBRE aurait pu être plus sensible encore. En effet, la société a retenu des taux de rendement agressifs en matière commerciale qui viennent minorer l'impact de la mise à niveau des valeurs locatives commerciales.

On notera que si l'on se concentre sur le seul périmètre de CBRE les écarts avec BNPP sont assez significatifs comme l'illustre l'annexe 5 de la présente note.

Il convient aussi de modérer ce propos au fait qu'un nouvel entrant en matière d'expertise en évaluation immobilière est moins comptable de l'histoire et de la dynamique de valorisation. D'autant que le patrimoine marseillais a semble-t-il été acquis à un moment où le marché était dans une phase élevée du cycle immobilier à savoir en 2007.

Les experts historiques sont donc partis sur des bases très élevées qu'il n'est pas toujours aisé de corriger d'autant que la stratégie de la société foncière était de détenir ce type d'actif afin d'en recueillir les revenus. La société foncière affiche d'ailleurs une stratégie Core+ plutôt qu'une stratégie Value Added.

=====

Cf. Annexe 4 : Analyse du marché marseillais

Annexe 5 : Analyse comparative des évaluations des 3 experts de la Société

4. 1^{ère} approche de la valeur : par capitalisation sur dossier

4.1 Méthodes et paramètres de valorisation

L'approche par capitalisation conduite a été mise en œuvre sur la base de l'état locatif au 31 décembre 2016 mis à jour à réception de celui de mai 2017. En l'absence des charges non récupérables, l'approche a été déterminée sur la base du revenu brut des loyers. En matière d'immobilier d'entreprise (bureau, commerce, activité et logistique) la base de capitalisation est le revenu net de charges non récupérables par le propriétaire.

Les surfaces des locaux commerciaux ont été pondérées à 1,0 au rez-de-chaussée en raison de l'absence de plan et de visite. En revanche les sous-sols ont été pondérés à 0,3.

Les locaux occupés ont été traités de la façon suivante :

- **Habitation** en loyer **libre** : le revenu brut des loyers a été capitalisé sur la base d'un taux de rendement de 4,25%,
- **Habitation** sous le régime de la **Loi de 1948** : le revenu brut des loyers a été capitalisé sur la base d'un taux de rendement de 2,50%,
- **Commerce** : la valeur locative déterminée a été capitalisée sur la base d'un taux de rendement différent en fonction de sa situation sur la rue de la République ou sur une perpendiculaire, La réversion locative positive ou négative a été appliquée au résultat. Cette réversion a été déterminée systématiquement en fonction de la date de fin de bail. Cette information n'étant pas fournie dans l'état locatif de la société nous avons saisi ces données pour chaque immeuble. Les tableaux ci-après détaillent les taux retenus. En effet, les écarts entre la valeur locative retenue et le revenu des loyers justifiaient le caractère systématique de cette approche.
- **Bureau** : la valeur locative déterminée a été capitalisée sur la base d'un taux de rendement différent en fonction de sa situation sur la rue de la République ou sur une perpendiculaire, La réversion locative positive ou négative a été appliquée au résultat. Cette réversion a été déterminée systématiquement en fonction de la date de fin de bail. Cette information n'étant pas fournie dans l'état locatif de la société nous avons saisi ces données pour chaque immeuble. Les tableaux ci-après détaillent les taux retenus.

<i>Rue de la République</i>			<i>Tronçon 1</i>			<i>Perpendiculaires</i>			<i>Tronçon 1</i>		
Nature	Valeur locative	Tx de rdt	Nature	Valeur locative	Tx de rdt	Nature	Valeur locative	Tx de rdt	Nature	Valeur locative	Tx de rdt
Bureau	190 €/m ²	6,40%	Bureau	170 €/m ²	6,40%	Bureau	170 €/m ²	6,40%	Bureau	170 €/m ²	6,40%
Commerce	400 €/m ²	5,00%	Commerce	200 €/m ²	5,50%	Commerce	200 €/m ²	5,50%	Commerce	200 €/m ²	5,50%
Autre	12 €/m ²	4,75%	Autre	12 €/m ²	4,75%	Autre	12 €/m ²	4,75%	Autre	12 €/m ²	4,75%
Habitation	11 €/m ²	4,25%	Habitation	11 €/m ²	4,25%	Habitation	11 €/m ²	4,25%	Habitation	11 €/m ²	4,25%
Loi 48	0 €/m ²	2,50%	Loi 48	0 €/m ²	2,50%	Loi 48	0 €/m ²	2,50%	Loi 48	0 €/m ²	2,50%
Parking	1 000 €	6,00%	Parking	1 000 €	6,00%	Parking	1 000 €	6,00%	Parking	1 000 €	6,00%

<i>Rue de la République</i>			<i>Tronçon 2</i>			<i>Perpendiculaires</i>			<i>Tronçon 2</i>		
Nature	Valeur locative	Tx de rdt	Nature	Valeur locative	Tx de rdt	Nature	Valeur locative	Tx de rdt	Nature	Valeur locative	Tx de rdt
Bureau	150 €/m ²	7,50%	Bureau	130 €/m ²	7,50%	Bureau	130 €/m ²	7,50%	Bureau	130 €/m ²	7,50%
Commerce	250 €/m ²	6,00%	Commerce	200 €/m ²	6,50%	Commerce	200 €/m ²	6,50%	Commerce	200 €/m ²	6,50%
Autre	12 €/m ²	4,75%	Autre	12 €/m ²	4,75%	Autre	12 €/m ²	4,75%	Autre	12 €/m ²	4,75%
Habitation	13 €/m ²	4,25%	Habitation	13 €/m ²	4,25%	Habitation	13 €/m ²	4,25%	Habitation	13 €/m ²	4,25%
Loi 48	0 €/m ²	2,50%	Loi 48	0 €/m ²	2,50%	Loi 48	0 €/m ²	2,50%	Loi 48	0 €/m ²	2,50%
Parking	900 €	6,00%	Parking	900 €	6,00%	Parking	900 €	6,00%	Parking	900 €	6,00%

<i>Rue de la République</i>			<i>Tronçon 3</i>			<i>Perpendiculaires</i>			<i>Tronçon 3</i>		
Nature	Valeur locative	Tx de rdt	Nature	Valeur locative	Tx de rdt	Nature	Valeur locative	Tx de rdt	Nature	Valeur locative	Tx de rdt
Bureau	180 €/m ²	6,50%	Bureau	160 €/m ²	6,50%	Bureau	160 €/m ²	6,50%	Bureau	160 €/m ²	6,50%
Commerce	375 €/m ²	5,25%	Commerce	200 €/m ²	5,75%	Commerce	200 €/m ²	5,75%	Commerce	200 €/m ²	5,75%
Autre	12 €/m ²	4,75%	Autre	12 €/m ²	4,75%	Autre	12 €/m ²	4,75%	Autre	12 €/m ²	4,75%
Habitation	10,5 €/m ²	4,50%	Habitation	10,5 €/m ²	4,50%	Habitation	10,5 €/m ²	4,50%	Habitation	10,5 €/m ²	4,50%
Loi 48	0 €/m ²	2,50%	Loi 48	0 €/m ²	2,50%	Loi 48	0 €/m ²	2,50%	Loi 48	0 €/m ²	2,50%
Parking	900 €	6,00%	Parking	900 €	6,00%	Parking	900 €	6,00%	Parking	900 €	6,00%

rue Saint Ferréol

Nature	Valeur locative	Tx de rdt
Commerce	800 €/m ²	5,00%
Habitation	10 €/m ²	4,25%

66 Quai du Port

Nature	Valeur locative	Tx de rdt
Commerce	1 000 €/m ²	6,00%

ilot Vacon Pavillon place Charles de Gaulle

Nature	Valeur locative	Tx de rdt
Bureau	150 €/m ²	6,25%
Commerce	350 €/m ²	5,50%
Commerce de Gaulle	400 €/m ²	5,50%
Habitation	12 €/m ²	4,25%

Rue de Suez

Nature	Valeur locative	Tx de rdt
Commerce	150 €/m ²	6,00%

Ruffi

Nature	Valeur locative	Tx de rdt
Commerce	190 €/m ²	5,75%
Habitation	13,0 €/m ²	4,50%
Parking	1 400 €	5,00%

Les locaux vacants ont été traités de la façon suivante :

- **Habitation** en loyer **libre** : la valeur locative retenue ci-dessus en fonction de la qualité de l'emplacement a été capitalisé sur la base d'un taux de rendement de 4,25%. Il n'a pas été retenu d'abattement pour vacance. En effet, s'agissant d'une approche sur pièces il n'est pas possible d'identifier les raisons de la vacance locative et donc de la quantifier.
- **Commerce** : la valeur locative déterminée a été capitalisé sur la base d'un taux de rendement différent en fonction de sa situation sur la rue de la République ou sur une perpendiculaire, Une moins-value correspondant à 2 mois de vacance et une franchise de loyer de 6 mois a été appliquée sur la valeur vénale hors droits. Les honoraires de commercialisation sur la base de 15% du revenu brut ont été déduits.
- **Bureau** : la valeur locative déterminée a été capitalisé sur la base d'un taux de rendement différents en fonction de sa situation sur la rue de la République ou sur une perpendiculaire, Une moins-value correspondant à 2 mois de vacance et une franchise de loyer de 6 mois a été appliquée sur la valeur vénale hors droits. Les honoraires de commercialisation sur la base de 15% du revenu brut ont été déduits.

4.2 Résultat

Cette approche par capitalisation (sans visite) aboutit à une valeur vénale hors droits du périmètre Marseillais de Cuba (hors Banque de France à Lyon et hors 4 Sadi Carnot, 1 rue de Suez, 14 rue Pythéas à Marseille¹) à une valeur de 458 440 000 € hors droits au 30 juin 2017 sur laquelle il convient de déduire i) l'impact d'une vacance structurelle et ii) les CAPEX.

4.2.1 Impact de la vacance structurelle

Ce portefeuille se caractérise par une vacance très élevée puisque son taux d'occupation financier ne dépasse pas 70%. Cette situation est très inhabituelle pour un véhicule d'investissement locatif d'immeubles d'hyper centre-ville à dominante d'habitation avec des commerces en pieds d'immeuble. Ce type d'actif est classé en général en Core ou Core+.

Or, le portefeuille par la faiblesse des flux qu'il présente n'est même pas un portefeuille Core+ comme on pourrait le supposer eu égard au patrimoine qui le compose qui est d'une part assez diversifié et d'autre part marqué par une un taux de vacance locatif très élevé (+/- 30%). Le fonds serait sans nul doute classé en Value Added en raison de la médiocrité de son taux d'occupation financier de 69,4%.

À cet égard, le taux d'occupation financier est très inférieur aux taux constatés tant dans le segment des véhicules dit diversifiés que des véhicules habitation. Rappelons que le taux d'occupation financier (TOF) est défini par l'ASPIM par « *la division du montant total des loyers et indemnités d'occupation facturés ainsi que des indemnités compensatrices de loyers par le montant total des loyers facturables dans l'hypothèse où l'intégralité du patrimoine de la SCPI serait loué.* »

Les fonds diversifiés sont ceux dont aucun type d'actif ne dépasse 70% du patrimoine.

Les taux d'occupation financier pour les SCPI diversifiées ouvertes actuellement à la collecte sont les suivant au 1^{er} mars 2017 :

SCPI DIVERSIFIEE OUVERTE A LA COLLECTE	TOF (31/03/2017)	Régions	Capitalisation (en M€)
BUROBOUTIC	87,07%	54,00%	338
CAPIFORCE PIERRE	98,90%	8,00%	59
EPARGNE PIERRE	100,00%	80,00%	56
EUROFONCIERE 2	93,40%	26,00%	202
GENEPIERRE	87,25%	50,00%	629
IMMOPLACEMENT	87,72%	88,60%	181
IMMORENTE	93,04%	34,01%	2 357
INTERPIERRE France	88,00%	24,00%	66
LAFFITE PIERRE	85,16%	13,90%	691
PFO2	84,85%	57,00%	499

¹ Périmètre final CUBA

Pour le type d'immeubles du périmètre sous revue, la vacance admissible est de 3%, alors que nous sommes ici en présence d'une vacance dix fois supérieure. Par conséquent, à la vacance standard de 3% sur le revenu brut des loyers nous sommes d'avis de rajouter 4,5% au titre de la vacance structurelle qui caractérise ce portefeuille.

Il en résulterait ainsi un abattement de 7,5%, soit **34,383 M€**. Le challenge prioritaire d'asset management de cette société foncière consiste donc à résorber de façon systématique cette vacance.

4.2.2 CAPEX

Les travaux de gros entretien-grosses réparations ou d'amélioration ou de mise aux normes sont calculés sur 9% du revenu brut des loyers chaque année sur une durée de 8 années. Il représente 13,917M€.

Nous avons retenu un budget de travaux d'entretien courant sur la base de 10 €/m². Il s'agit d'un ratio standard pour un patrimoine présentant un niveau d'hétérogénéité des natures immobilières assez élevé. Ce budget s'élève à 11,525 M€.

Les travaux de relocation sont également prévus en raison de la vacance locative très importante constatée. Aussi, un budget de travaux de 3,5% du revenu brut des loyers chaque année sur durée de 8 années a-t-il été retenu à ce titre. L'objectif est de relouer le plus possible ce patrimoine en raison d'un taux de vacance trop élevé. Ce budget s'élève à 5,412 M€.

Au total le budget s'établit à **30,854 M€**, soit à l'échelle du portefeuille marseillais de Cuba de 159 447 m² un ratio métrique de 193 €/m². Ce ratio sur une période de 8 années est très raisonnable. Seule une visite du patrimoine permettrait d'affiner ces budgets.

4.2.3 Valeur par capitalisation sur dossier

En déduisant de la valeur précédente de 458,440 M€, l'impact de la vacance de 34,383 M€ et le montant des CAPEX de 30,854 €, on aboutit à une valeur vénale hors droits de **393,203 M€**.

La somme des évaluations des trois experts de la société foncière ANF aboutit à une valeur vénale de 451 M€, soit un écart de (12.9 %).

4.3 Analyse des écarts avec les valorisations des 3 experts de la Société

Par ordre d'importance décroissante, nous listons les facteurs explicatifs des écarts entre la valeur précédente et celle des experts :

- La vacance structurelle : les experts n'ont pas retenu de montant sur ce poste – la vacance structurelle retenue lors de ce contrôle de cohérence approfondie est de 7.5 % (vacance financière constatée de 30.6 % - impact de 34,4 M€).
- La prise en compte de valeurs locatives de marché inférieures aux loyers commerciaux constatés : nous avons ramené le revenu au niveau de la VLM dès la fin du bail alors que les experts l'ont fait parfois au-delà du terme du bail ou ont simplement ajusté le taux de rendement pour les loyers excédant la VLM (BNPP REV), ce qui corrige moins à la baisse la valorisation.
- Le renouvellement des loyers des bureaux à une VLM de 190 € au maximum contre 250 € au maximum pour JLL et 210 € pour BNP (écarts de 32 % et 19 %), à la fin du bail.
- La vacance conjoncturelle : l'écart né de pratiques forcément différentes ne peut être mesuré.
- Les travaux : montant retenu de 31 M€ (contre 27 M€ par la société) ; ce montant est probablement peu différent de celui retenu par les experts sans qu'il soit possible de le reconstituer.
- La pondération des surfaces commerciales auxquelles les VLM sont appliquées est partiellement conforme à celle de la Charte : sans visite la pondération appliquée pour ce contrôle de cohérence approfondi est standardisée et peut-être plus favorable ou plus sévère.
- Le maintien des conditions locatives des preneurs en loi de 1948, alors que l'un des deux experts anticipe une modification de l'occupation sous 24 mois (au 30 juin 2019) avant relocation en loyer libre (ce n'est pas conforme à la réglementation) - impact très limité.

5. 2^{ème} approche de la valeur : par la cession en blocs

5.1 Définition de l'approche

Afin de contrôler la pertinence des évaluations réalisées en juste valeur au 30 juin 2017 et de déterminer l'impact de l'acquisition d'un portefeuille sur la juste valeur, il a été simulé le raisonnement que ferait un opérateur immobilier souhaitant réaliser une opération de revente en lot par lot et en petits blocs pour certains actifs s'y prêtant.

5.2 Paramètres retenus

Nous avons retenu les hypothèses de cession suivantes :

- Commerce : nous avons prévu de céder en 4 années. À ce titre, nous avons retenu l'hypothèse de faire 4 blocs correspondant au 3 tronçons de la rue de la République et à celui qualifié « autres » par la société foncière ANF.
- L'habitation sera cédée sur 6 années d'une part en lot par lot aux occupants qui le souhaitent et libres de toute occupation au fur et à mesure des libérations.
- Les appartements meublés seront cédés sur 6 années également d'une part en lot par lot aux occupants qui le souhaitent ou à des investisseurs qui souhaitent bénéficier du statut fiscal favorable de loueur en meublé non professionnels et enfin libres de toute occupation au fur et à mesure des libérations.
- Bureau : nous avons prévu de céder en 4 années et donc de faire 4 blocs correspondant au 3 tronçons de la rue de la République et à celui qualifié « autres » par la société foncière ANF come pour le commerce.
- Les locaux désignés « Autres » seront cédés en deux années et pourraient être glissés soit avec un portefeuille commerce soit bureau.
- Accessoires : ces locaux seront cédés avec les lots principaux auxquels ils sont rattachés.
- Locaux professionnels : ils seront cédés en 2018 dès la mise en copropriété aux occupants ou à des investisseurs en cas de refus des occupants.
- Parkings : ils seront cédés en 2018 en blocs ou à l'unité en fonction de leur localisation.

S'agissant des revenus des loyers nous les avons diminués au fur et à mesure du processus de cession. Nous avons déduits des charges non récupérables au taux forfaitaire de 33% correspondant à celui du BP d'acquisition d'un investisseur souhaitant réaliser un fonds dédié.

Nous avons déduit également les frais de cession correspondant aux honoraires des commercialisateurs en charge de la cession soit :

- Habitation : 4% HT du montant des cessions hors droits,
- Immobilier d'entreprise : 1.50% HT du montant des cessions hors droits.

Les frais de mise en copropriété et de diagnostics nécessaires aux ventes sont retenus à hauteur de 2,50% du produit de cession hors droits conformément aux usages. Compte tenu du volume et de la concentration des actifs ce ratio pourrait certainement être négocié à la baisse. Par ailleurs, certains immeubles seront cédés en bloc sans mise en copropriété.

La marge de l'opérateur ayant décidé de réaliser cette opération massive de cession serait de 10% de la valeur hors droits des actifs immobilier. Cette marge pourrait être augmentée. Toutefois certains opérateurs disposant de structures de commercialisation intégrées intégreraient ces honoraires dans la marge.

Par ailleurs plusieurs compartiments seront cédés en blocs générant des économies d'échelle.

Nous avons actualisé les flux futurs au taux d'actualisation de 6%. Actuellement les flux sécurisés dans les sociétés foncières sont actualisés à 4,5% et nous avons ajouté une prime de risque de 1,50% inhérente à une opération de cette nature et de cette ampleur.

5.3 Résultats

La valeur actuelle nette des flux futurs d'une telle opération serait de **308 M € hors droits et hors taxes**. C'est donc le prix que serait disposé à payer l'opérateur immobilier ayant décidé de s'engager dans une telle opération.

Le tableau suivant présente le plan financier de cession.

Revenus brut des loyers mise en œuvre	années de					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Commerce	4	5 406 843 €	4 079 463 €	2 719 642 €	1 359 821 €	
Habitations	6	4 320 766 €	3 622 242 €	2 897 794 €	2 173 345 €	1 448 897 €
Meubles	6	2 429 481 €	2 036 715 €	1 629 372 €	1 222 029 €	814 686 €
Bureau	4	2 007 863 €	1 514 933 €	1 009 955 €	504 978 €	- €
Autres	2	719 926 €	181 061 €	- €		
Accessoires	2	26 206 €	13 182 €			
Professionnels	1	76 629 €	76 629 €			
Parking	1	352 308 €	352 308 €			
Total des revenus brut		15 340 022 €	11 876 533 €	8 256 763 €	5 260 173 €	2 263 583 €
						1 131 791 €
						- €
Chiffres d'affaires de la cession						
Commerce	4	27 034 215 €	27 196 420 €	27 359 599 €	27 523 756 €	
Habitations	6	31 864 800 €	32 055 989 €	32 248 325 €	32 441 815 €	32 636 466 €
Meubles	6	7 175 850 €	7 218 905 €	7 262 219 €	7 305 792 €	7 349 627 €
Bureau	4	10 039 315 €	10 099 551 €	10 160 148 €	10 221 109 €	7 393 724 €
Autres	2	6 856 438 €	6 897 577 €			
Accessoires	2	256 922 €	258 463 €			
Professionnels	1	1 502 529 €				
Parking	1	6 074 276 €				
Total des cessions		90 804 345 €	83 726 905 €	77 030 290 €	77 492 472 €	39 986 092 €
						40 226 009 €
Revenu brut + cessions		102 680 878 €	91 983 668 €	82 290 463 €	79 756 055 €	41 117 884 €
						40 226 009 €
Frais de cession habitation	4,0%	-1 561 626 €	-1 570 995,76 €	-1 580 421,73 €	-1 589 904,26 €	-1 599 443,69 €
Frais de cession immobilier d'entreprise	1,5%	-776 455 €	-666 780 €	-562 796 €	-566 173 €	0 €
Mise en copropriété et diagnostics	2,5%	-10 108 539 €				
Marge	10,0%	-9 080 434 €	-8 372 690 €	-7 703 029 €	-7 749 247 €	-3 998 609 €
Charges non récupérables	33,00%	-3 919 256 €	-2 724 732 €	-1 735 857 €	-746 982 €	-373 491 €
						0 €
Total des charges et frais de cession		-25 446 310 €	-13 335 198 €	-11 582 104 €	-10 652 307 €	-5 971 544 €
						-5 631 641 €
Cash flow net						
Cash flow net actualisé à	6,00%	77 234 567 €	78 648 470 €	70 708 359 €	69 103 748 €	35 146 340 €
						34 594 367 €
Valeur actuelle nette	307 615 453 €	72 862 799 €	69 996 858 €	59 368 102 €	54 736 641 €	26 263 389 €
						24 387 664 €
VAN arrondie	308 000 000 €					

Cession en blocs

6. Approche complémentaire « cash on cash »

6.1 Définition de l'approche

Nous avons simulé le business plan prévisionnel que retiendrait une société de gestion souhaitant incorporer dans un fonds dédié sous la forme d'un club deal institutionnel le portefeuille Cuba (hors l'immeuble de l'ex-banque de France à Lyon).

Nous avons retenu une approche dite « cash on cash » ou Return on Equity (ROE) permettant de déterminer la valeur d'acquisition en fonction des caractéristiques du portefeuille sur une durée donnée.

6.2 Véhicules comparables

Les fonds diversifiés sont ceux dont aucun type d'actif ne dépasse 70% du patrimoine.

Les TDVM pour les SCPI diversifiées ouvertes actuellement à la collecte sont les suivants au 1^{er} mars 2017 :

SCPI DIVERSIFIEE OUVERTE À LA COLLECTE	TDVM	Régions	Capitalisation (en M€)
BUROBOUTIC	5,15%	54,00%	338
CAPIFORCE PIERRE	5,15%	8,00%	59
EPARGNE PIERRE	6,03%	80,00%	56
EUROFONCIERE 2	4,76%	26,00%	202
GENEPIERRE	4,88%	50,00%	629
IMMOPLACEMENT	5,49%	88,60%	181
IMMORENTE	4,84%	34,01%	2 357
INTERPIERRE France	5,26%	24,00%	66
LAFFITE PIERRE	4,82%	13,90%	691
PFO2	4,94%	57,00%	499

TDVM : Taux de Distribution sur Valeur de Marché

Le TDVM est compris dans une fourchette de 4,76% à 6,03% avec une moyenne autour de 5,1%.

S'agissant des véhicules « habitation » en matière d'investissements indirects il s'agit pour la quasi-totalité des fonds de véhicules de défiscalisation.

Il n'existe donc que peu de fonds dédiés en matière d'habitation.

Nous avons analysé les résultats de la SCPI Logipierre et de la foncière cotée Foncière Développement Logement.

SCPI Logipierre

Patrimoine :

- Habitation : 76,8%,
- Commerce : 11,0%,
- Bureau : 7,1%,
- Hôtels : 5,1%.

- Capitalisation : 95 M€.

- TOF : 94,14% au 31 mars 2017

- TDVM : 3,01%

Foncière Développement Logement

Patrimoine d'habitation pour 40 % en régions

Valeur vénale des actifs : 333 M€ au 30 juin 2017.

Dividende : 2,8 %.

Ces deux fonds convergent vers une distribution voisine de 3 %.

6.2 Paramètres retenus dans le Business Plan

Durée : 8 années

L'objectif de ROE est de 3%. L'effet de levier est fixé à 40% (LTV), soit le plafond actuel accepté par les compagnies d'assurances en raison des règles de Solvency 2.

L'endettement a été retenu à un taux de 2,50% constaté dans les derniers en fonds en cours de montage, hors véhicules d'investissement immobilier du secteur bancaire.

Le revenu brut des loyers retenu est de 16,05 M€ conformément au dernier état locatif communiqué.

Nous avons retenu les paramètres ci-après de passage du revenu brut au revenu net en fonction des ratios usuels :

- Taux d'occupation financier de 99% afin de prendre en compte les franchises de loyers, la vacance saisonnière des meublés et les renégociations des commerces. Nous n'avons pas retenu le revenu brut théorique des loyers (revenu brut des loyers + valeur locative des locaux vacants) puisque le fonds doit garantir au départ un cash on cash de 3%. Par conséquent, les efforts de relocation qui permettront d'améliorer le TOF actuel de 69,4% viendront dans le temps améliorer la performance et surtout le TRI final. C'est le principe même d'un fonds classé en catégorie Value Added.
- Taxe foncière sur les propriétés bâties de 5,2% du revenu brut des loyers,
- Impayés de loyers : 1,5% du revenu brut des loyers,
- Entretien courant : 10 €/m²/an sur la totalité de la surface habitable ou utile non pondérée,
- Remises en état locative afin de pouvoir relouer les locaux : 3,5% du revenu brut des loyers,
- Gros entretien et grosses réparations (article 606 du code civil) : 9% du revenu brut des loyers compte tenu de l'importance des travaux de rénovation à prévoir et de l'importance de la vacance locative. En effet, des restructurations de pièces mansardées sont nécessaires notamment pour valoriser les locaux vacants,
- Administration de biens : 4,5% du revenu brut des loyers,
- Assurances propriétaire : 1,44 €/m²/an sur la totalité de la surface habitable ou utile non pondérée

Par ailleurs, s'agissant d'un fonds d'investissement de type club deal investisseur nous avons retenus également les hypothèses spécifiques au fonctionnement du fonds suivantes :

- Frais de dépositaires : 0,01% de la valeur vénale des actifs (Gross asset value),
- Frais de commissariat aux comptes : 50 000 € annuel,
- Frais d'expertise en évaluation immobilière : 0,035% de la valeur vénale des actifs (Gross asset value),
- Une commission de gestion pour la société de gestion de 0,7% du revenu brut des loyers,

- Une commission de montage acquise à la société de gestion de 0,9% de la valeur vénale des actifs droits inclus (Gross asset value),

Pour calculer le TRI du fonds nous avons capitalisé le flux de sortie à un taux de capitalisation de 4,5% engendrant une valeur vénale hors droits de 402 M€ au bout des 8 années de projection financière.

6.3 Résultats

Si l'on souhaite pouvoir obtenir une distribution de 3% sur les fonds propres investis avec un revenu brut des loyers de 16,05 M€, le prix d'acquisition admissible sera de **343 M€ hors droits et hors taxes**. Le TRI sera de 5,39%.

Le plan financier ci-après détaille cette approche.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
horizon (en années)	0	1	2	3	4	5	6	7	8
souscription									
investissement en equity	220,0								
total investi	367								
DI investissement de l'année en	356,66								
portefeuille									
horizon d'investissement	8								
cash									
frais de mutation	6,90%								
valeur des biens acquis	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0
valeur du patrimoine immobilier	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0
total	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0	343,0
revenu locatif									
loyers facturés (indexés)	16,0514	16,2922	16,5366	16,7846	17,0364	17,2919	17,5513	17,8146	18,0818
franchise									
Taux d'occupation financier	99,0%								
Taxe foncière sur les propriétés bâties	5,2%								
Impayés	1,5%								
Entretien courant	10,00 €								
Remise en état relocation	3,5%								
Gros entretien	9,0%								
Administration de biens	4,5%								
Honoraires de commercialisation locative	1,0%								
Assurances	1,44 €								
investissement lissé sur (ans)	0								
revenu net/brut	10,22588	10,61771	10,79928	10,98078	11,16499	11,35197	11,54175	11,73438	11,92990
taux de rendement immobilier	65%	3,1%	65%	3,1%	66%	3,3%	66%	3,4%	66%
taux de rendement immobilier	65%	3,1%	65%	3,2%	66%	3,3%	66%	3,4%	66%
revenu net/brut	10,22588	10,61771	10,79928	10,98078	11,16499	11,35197	11,54175	11,73438	11,92990
taux de rendement immobilier	65%	3,1%	65%	3,2%	66%	3,3%	66%	3,4%	66%
taux de rendement immobilier	65%	3,1%	65%	3,2%	66%	3,3%	66%	3,4%	66%
levier									
évolution de la dette	146,7	0,0							
dette cumulée	146,7	146,7	146,7	146,7	146,7	146,7	146,7	146,7	146,7
charge d'intérêt	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7
frais									
frais réglementaires : depositaire	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
frais réglementaires : CaCS	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
frais réglementaires : experts	-0,1200	-0,1200	-0,1200	-0,1200	-0,1200	-0,1200	-0,1200	-0,1200	-0,1200
frais de gestion	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
Commission de montage	-3,30								
résultat locatif net de frais	6,9	10,2	10,4	10,6	10,8	11,0	11,1	11,3	11,5
charge d'intérêt	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7
résultat net	6,9	6,6	6,7	6,9	7,1	7,3	7,5	7,7	7,9
cash flow résultat	6,9	6,6	6,7	6,9	7,1	7,3	7,5	7,7	7,9
cash flow investissement	-219,996	0							255,2
cash flow total	-213,070	6,551	6,733	6,914	7,099	7,286	7,475	7,668	263,017
cash flow investisseur	-213,07	6,55	6,73	6,91	7,10	7,29	7,48	7,67	263,02
TRI									5,39%
Invest.	220,0								
Taux de capitalisation	4,5%								
Roi du Capital	0,00%								
frais depositaires	0,01%								
frais CaCS	0,05 €								
frais expertise	0,035%								
commissions de gestion (TTC)	1,20%								
commissions de souscription (TTC)	0,90%								
commissions acquises aux fonds	0,00%								

Cash on cash

7. Synthèse et conclusions

7.1 Contrôle de cohérence simplifié sur le périmètre Feroe

Remarque

Il nous était demandé d'effectuer un contrôle de cohérence simplifié ; au regard de l'aspect très partiel des données transmises, et, pour pouvoir garantir la teneur de nos conclusions, nous avons conduit une mission analytique comparative des variables retenues par les deux experts, avec celles que nous aurions retenues si une mission d'expertise en valeur vénale nous avait été confiée par la société ANF.

Cette analyse comparative nous permet de garantir que les valorisations délivrées sont bien conformes à l'état des différents marchés de l'investissement en matière tertiaire, dans les villes de Bordeaux, Lyon, Villeurbanne et Marseille et dans les agglomérations où se situent les actifs hôteliers évalués par la société JLL.

Elles sont également conformes aux pratiques des investisseurs intervenant dans ces compartiments de marché.

Malgré le caractère non exhaustif et incomplet des rapports des experts de la société ANF, nous pouvons certifier les valorisations délivrées.

7.3 Contrôle de cohérence approfondi sur le périmètre Cuba

Les rapports des experts de la société sont globalement conformes à la Charte de l'expertise en évaluation immobilière : les experts « historiques » recourent à deux méthodes, par comparaison et par capitalisation.

Cependant le recours à la moyenne vient amortir en partie certaines évolutions et ne permettent pas d'affirmer une approche de valorisation contrastée, d'autant plus que les deux experts pratiquent un abattement de 15 % sur la méthode par comparaison.

La prise en compte de l'évolution négative du marché local, tant en habitation, qu'en commerce ou en bureaux a été mieux appréhendée par le nouvel expert CBRE Valuation dans ses valeurs de marché. Cependant les taux de rendement assez agressifs retenus ont modéré la baisse de ses valeurs, qui se sont néanmoins inscrites en retrait de 12 % par rapport aux valeurs de décembre 2016 des experts historiques.

7.4 Approche par capitalisation sur dossier

Nous considérons que la nature du portefeuille Cuba justifie la prise en compte d'un taux de vacance structurelle de 7,5 %, en considération du taux de vacance actuel de 30 %, impactant la valeur de 458,440 M€ de 34,400 M€, auxquels s'ajoutent nos estimations de CAPEX pour 30,850 M€ (montant supérieur à celui de la Société).

La valeur vénale hors droits ressort ainsi à **393 M€**, en retrait de 12,9 % par rapport à la valeur des experts de la société, qui n'ont notamment pas intégré d'abattement pour tenir compte de la vacance structurelle.

7.5 Approche vente en bloc de lots

Sous l'hypothèse de cession de blocs de lots, achevée en six années, nous estimons qu'un opérateur immobilier retiendrait un prix de **308 M€**.

7.6 Approche complémentaire Cash on Cash

Avec un LTV de 40 %, un fonds dédié souhaitant une distribution de 3 % valoriserait le portefeuille Cuba à **343 M€**.

Fait et clos à Paris le 20 juillet 2017



Claude Lobjoie, FRICS



Philippe Malaquin, FRICS

Réserves :

Notre responsabilité est strictement limitée aux conditions de notre mission telle que définie par le Mandant, et envers lui seul. L'expert est soumis à une obligation de moyens et non à une obligation de résultat.

Nos travaux reposent notamment sur les informations fournies par le mandant ; dans le cas où celui-ci aurait omis de nous communiquer toute information en sa possession de nature à influencer sur l'évaluation, notre responsabilité serait totalement dérogée.

En particulier, notre mission n'a pas comporté de certification :

- de la situation juridique des biens (titres de propriété, hypothèque), ni du contrôle de leur qualification juridique (affectation des locaux),
- des dispositions d'urbanisme applicables à la propriété, seul un certificat d'urbanisme ou un permis de construire pouvant faire foi,
- des surfaces, seul un relevé d'un professionnel habilité pouvant faire foi.
- de la résistance physique du sous-sol, ni de contrôle de la pollution ou de la contamination susceptible d'affecter le terrain,
- du fonctionnement des services généraux, ni d'étude technique de l'immeuble (planchers, canalisations etc...).

Notre responsabilité ne saurait par ailleurs être engagée quant aux études techniques relevant des diagnostics techniques obligatoires dans le cadre de la protection des acquéreurs :

- La présence du plomb dans les peintures
- La présence de matériaux amiantés
- La présence d'insectes xylophages
- Un état des risques naturels, miniers et technologiques
- Un diagnostic de contrôle gaz
- Un diagnostic de performance énergétique
- Un diagnostic électrique dans les parties privatives des locaux à usage d'habitation et leurs dépendances

Au cas où certains diagnostics s'avèreraient positifs, il conviendrait de diligenter une étude économique spécifique et d'effectuer sur la valeur vénale des biens estimés un abattement dont l'importance sera fonction du coût desdits travaux ou de l'importance du ou des risques encourus.

Liste des annexes

Annexe 1 : Tableau d'analyse comparative

Annexe 2 : Descriptions des actifs évalués

Annexe 3 : Étude des marchés de Lyon, Bordeaux et Marseille

Annexe 4 : Analyse du marché marseillais

Annexe 5 : Analyse comparative des évaluations des 3 experts de la Société

PHILIPPE MALAQUIN, FRICS

CHARTERED SURVEYOR
EXPERT IMMOBILIER HONORAIRE
AGRÉÉ PAR LA COUR DE CASSATION
22 AVENUE DE BRETEUIL
75007 PARIS

01 42 27 80 36
06 08 63 02 25

phmalaquin@aol.com

CLAUDE LOBJOIE, FRICS

REGISTERED VALUER
EXPERT EN ESTIMATIONS IMMOBILIÈRES
PRÈS LA COUR D'APPEL DE PARIS
38 RUE MARBEUF
75008 PARIS

09 81 75 26 97
06 07 79 04 58

claude.lobjoie-expertises@orange.fr

Mission d'appréciation des évaluations au 30 juin 2017 réalisées
par les experts immobiliers de la Société ANF.

Annexes

Au Rapport d'expertise

20 juillet 2017

Table des matières

Annexe 1: Tableau d'analyse comparative.....	3
Annexe 2 : Description des actifs Féroé évalués	5
Portefeuille tertiaire	5
Portefeuille hôtelier	6
Annexe 3 : étude des marchés tertiaires Lyon, Bordeaux, Marseille.....	7
Lyon - Villeurbanne	7
Bordeaux	9
Marseille.....	10
Annexe 4 : analyses des marchés immobiliers à Marseille	12
Le marché de l'habitation à Marseille.....	12
Références de ventes	19
Références locatives.....	22
Le marché des bureaux à Marseille.....	27
Le marché immobilier des locaux commerciaux à Marseille	30
Annexe 5 : Analyse comparative CBRE vs experts historiques.....	39
Analyse comparative des évaluations de JLL et de CBRE :.....	40
Analyse comparative des évaluations de BNPP et de CBRE :.....	41
Conclusions.....	44

Annexe 1: Tableau d'analyse comparative

CODU	TYPE	ANTILLE/ADRESSE	VILLE	SURFACE PCL	NEUF	REVENU BRUT	VALEUR HISTO	TAUX	VALORISATION			COMPARAISON METHODE			OBSERVATIONS	
									Taux de ROT	EXPT	TIERS	EXPT	TIERS	EXPT		TIERS
10444	Cote	RUE DE RUFFI 44 PARKING	Marsala	37 u	NON	20 000 €	418 664 €	4,7%	0%	5,0%	3,00%	0%	20 000 €	12 000 €	-4%	
10442	Cote	RUE DE RUFFI 42 BUREAU	Marsala	8 005 m²	OUI	606 199 €	24 265 887 €	2,45%	-5%	6,25%	6,10%	-2%	3 250 €	2 800 €	-14%	1 lot de commerce à 5% / 1 lot bureau à 6,5%
10097	Cote	PLACE DE LA JOUETTE 5	Marsala	3 669 m²	OUI	471 108 €	13 287 437 €	3,48%	0%	6,00%	6,25%	4%	3 750 €	3 824 €	-3%	Aucune information communiquée sur cet actif à la réception de la valeur vénale retenue / Comparaison EXPT en valeur bruta
10802	Cote	38 RUE DE FORBIN	Marsala	14 609 m²	-	-	12 460 000 €	-	-	-	-	-	1 000 €	833 €	-15%	Taux de 7% pour 8 800 m² et 7,2% pour le reste
404001	Cote	LEAVETTE	Lyon	19 800 m²	NON	3 788 988 €	47 722 000 €	7,42%	0%	7,00%	7,10%	1%	2 500 €	2 200 €	-12%	
404002	Cote	MASSENA	Lyon	2 782 m²	NON	304 739 €	6 020 000 €	4,74%	0%	7,20%	7,20%	3%	2 250 €	2 150 €	-4%	
404001	Cote	STOATIEGE	Lyon	18 515 m²	NON	3 603 429 €	43 100 000 €	7,32%	0%	6,80%	7,00%	3%	2 800 €	2 650 €	-5%	RIE de 2074 m² (V.M de 20 €) total de fermabilité x 1 lot divers non vendus
40408	HAB	57 PASSAGE DE LA MARQUE	Lyon	278 m²	NON	37 248 €	980 335 €	3,55%	0%	5,00%	5,00%	20%	8 800 €	5 700 €	-25%	
40742	Cote	MELNYWAY	Lyon	4 425 m²	NON	1 226 450 €	20 540 000 €	5,59%	0%	5,50%	5,20%	-5%	4 500 €	4 000 €	-11%	
80003	Cote	LA FARGOUE	Bordeaux	3 714 m²	OUI	339 372 €	10 780 000 €	3,09%	0%	7,00%	7,00%	0%	2 700 €	2 700 €	0%	
80001	Cote	LE VAULTUS	Bordeaux	13 124 m²	OUI	2 332 124 €	33 330 000 €	6,84%	0%	6,00%	5,75%	-4%	2 800 €	2 400 €	-17%	
80002	Cote	LE VAULTUS PKG	Bordeaux	10 922 m²	OUI	-	-	-	0%	6,50%	6,50%	0%	3 000 €	3 000 €	0%	
80004	Cote	CHAUZ	Bordeaux	20 778 m²	OUI	2 000 180 €	67 800 000 €	2,89%	0%	6,50%	6,50%	0%	3 000 €	3 000 €	0%	
80005	Cote	FACTORE	Bordeaux	10 922 m²	OUI	-	33 380 000 €	-	0%	6,50%	6,50%	0%	3 000 €	3 000 €	0%	
TOTAL PERIMETRE BNP									14 717 818 €	314 174 422 €	4,38%					

CODU	TYPE	ANTILLE/ADRESSE	VILLE	SURFACE PCL	NEUF	REVENU BRUT	VALEUR HISTO	TAUX	VALORISATION			COMPARAISON METHODE			OBSERVATIONS	
									Taux de ROT	EXPT	TIERS	EXPT	TIERS	EXPT		TIERS
10388	Cote	RUE FAUCHER 40	Marsala	8 185 m²	NON	2 484 270 €	34 346 483 €	6,79%	0%	6,00%	6,00%	0%	4 200 €	4 284 €	2%	
10405	Cote	QUAI DE RIVE NEUVE 23	Marsala	8 u	NON	-	212 511 €	-	0%	6,00%	6,00%	0%	25 000 €	27 500 €	10%	
10310	Cote	QUAI DE RIVE NEUVE 19	Marsala	3 351 m²	OUI	51 450 €	3 048 007 €	1,66%	0%	6,00%	7,00%	17%	4 000 €	3 653 €	-9%	
40002	HAB	2 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	138 m²	NON	-	465 871 €	-	-4%	4,25%	4,35%	2%	4 250 €	4 200 €	-1%	
40003	HAB	3 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	125 m²	NON	11 930 €	422 828 €	2,45%	-2%	4,25%	4,45%	5%	4 250 €	4 384 €	3%	
40004	HAB	4 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	270 m²	NON	6 199 €	833 387 €	0,70%	-8%	4,25%	4,20%	1%	4 250 €	4 110 €	-3%	
42001	Cote	SCI New Way	Lyon (VA)	13 775 m²	OUI	2 484 417 €	48 000 000 €	4,99%	0%	5,50%	5,25%	-5%	3 250 €	3 500 €	8%	
41001	Cote	SCI Savy Way	Lyon (VA)	38 593 m²	OUI	6 282 778 €	114 620 000 €	5,38%	0%	5,50%	5,75%	5%	2 200 €	1 800 €	-18%	
TOTAL PERIMETRE ALL									15 857 651 €	300 633 150 €	5,14%					

Aucune information communiquée sur cet actif à la réception de la valeur vénale retenue / Comparaison EXPT en valeur bruta

1 lot de commerce à 5% / 1 lot bureau à 6,5%

Aucune information communiquée sur cet actif à la réception de la valeur vénale retenue / Comparaison EXPT en valeur bruta

Taux de 7% pour 8 800 m² et 7,2% pour le reste

RIE de 2074 m² (V.M de 20 €) total de fermabilité x 1 lot divers non vendus

42 u act. à 1000 € + 6 u act. à 2000 € / act. à 5,00% pour 9 ans fermés d'1 lot fermés -50 pds

1 531 m² venants / 69 -25 pds & 9 ans fermés -50 pds

AOT avec référence prise en compte par rapport / impossible de vérifier le calcul sur la base de la fiche de valorisation communiquée

BEFA + 10 720 m² venants / 7,75 pds et 9 ans fermés + 247 m² act. à 80 €/m² / V.V. à bénéficier actives

Valeur vénale s'entendant actives

Aucune information communiquée sur cet actif à la réception de la valeur vénale retenue / Comparaison EXPT en valeur bruta

1 lot de commerce à 5% / 1 lot bureau à 6,5%

Aucune information communiquée sur cet actif à la réception de la valeur vénale retenue / Comparaison EXPT en valeur bruta

Taux de 7% pour 8 800 m² et 7,2% pour le reste

RIE de 2074 m² (V.M de 20 €) total de fermabilité x 1 lot divers non vendus

42 u act. à 1000 € + 6 u act. à 2000 € / act. à 5,00% pour 9 ans fermés d'1 lot fermés -50 pds

1 531 m² venants / 69 -25 pds & 9 ans fermés -50 pds

AOT avec référence prise en compte par rapport / impossible de vérifier le calcul sur la base de la fiche de valorisation communiquée

BEFA + 10 720 m² venants / 7,75 pds et 9 ans fermés + 247 m² act. à 80 €/m² / V.V. à bénéficier actives

Valeur vénale s'entendant actives

CODU	TYPE	ANTILLE/ADRESSE	VILLE	SURFACE PCL	NEUF	REVENU BRUT	VALEUR HISTO	TAUX	VALORISATION			COMPARAISON METHODE			OBSERVATIONS	
									Taux de ROT	EXPT	TIERS	EXPT	TIERS	EXPT		TIERS
10388	Cote	RUE FAUCHER 40	Marsala	8 185 m²	NON	2 484 270 €	34 346 483 €	6,79%	0%	6,00%	6,00%	0%	4 200 €	4 284 €	2%	
10405	Cote	QUAI DE RIVE NEUVE 23	Marsala	8 u	NON	-	212 511 €	-	0%	6,00%	6,00%	0%	25 000 €	27 500 €	10%	
10310	Cote	QUAI DE RIVE NEUVE 19	Marsala	3 351 m²	OUI	51 450 €	3 048 007 €	1,66%	0%	6,00%	7,00%	17%	4 000 €	3 653 €	-9%	
40002	HAB	2 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	138 m²	NON	-	465 871 €	-	-4%	4,25%	4,35%	2%	4 250 €	4 200 €	-1%	
40003	HAB	3 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	125 m²	NON	11 930 €	422 828 €	2,45%	-2%	4,25%	4,45%	5%	4 250 €	4 384 €	3%	
40004	HAB	4 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	270 m²	NON	6 199 €	833 387 €	0,70%	-8%	4,25%	4,20%	1%	4 250 €	4 110 €	-3%	
42001	Cote	SCI New Way	Lyon (VA)	13 775 m²	OUI	2 484 417 €	48 000 000 €	4,99%	0%	5,50%	5,25%	-5%	3 250 €	3 500 €	8%	
41001	Cote	SCI Savy Way	Lyon (VA)	38 593 m²	OUI	6 282 778 €	114 620 000 €	5,38%	0%	5,50%	5,75%	5%	2 200 €	1 800 €	-18%	
TOTAL PERIMETRE ALL									15 857 651 €	300 633 150 €	5,14%					

CODU	TYPE	ANTILLE/ADRESSE	VILLE	SURFACE PCL	NEUF	REVENU BRUT	VALEUR HISTO	TAUX	VALORISATION			COMPARAISON METHODE			OBSERVATIONS	
									Taux de ROT	EXPT	TIERS	EXPT	TIERS	EXPT		TIERS
10388	Cote	RUE FAUCHER 40	Marsala	8 185 m²	NON	2 484 270 €	34 346 483 €	6,79%	0%	6,00%	6,00%	0%	4 200 €	4 284 €	2%	
10405	Cote	QUAI DE RIVE NEUVE 23	Marsala	8 u	NON	-	212 511 €	-	0%	6,00%	6,00%	0%	25 000 €	27 500 €	10%	
10310	Cote	QUAI DE RIVE NEUVE 19	Marsala	3 351 m²	OUI	51 450 €	3 048 007 €	1,66%	0%	6,00%	7,00%	17%	4 000 €	3 653 €	-9%	
40002	HAB	2 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	138 m²	NON	-	465 871 €	-	-4%	4,25%	4,35%	2%	4 250 €	4 200 €	-1%	
40003	HAB	3 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	125 m²	NON	11 930 €	422 828 €	2,45%	-2%	4,25%	4,45%	5%	4 250 €	4 384 €	3%	
40004	HAB	4 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	270 m²	NON	6 199 €	833 387 €	0,70%	-8%	4,25%	4,20%	1%	4 250 €	4 110 €	-3%	
42001	Cote	SCI New Way	Lyon (VA)	13 775 m²	OUI	2 484 417 €	48 000 000 €	4,99%	0%	5,50%	5,25%	-5%	3 250 €	3 500 €	8%	
41001	Cote	SCI Savy Way	Lyon (VA)	38 593 m²	OUI	6 282 778 €	114 620 000 €	5,38%	0%	5,50%	5,75%	5%	2 200 €	1 800 €	-18%	
TOTAL PERIMETRE ALL									15 857 651 €	300 633 150 €	5,14%					

CODU	TYPE	ANTILLE/ADRESSE	VILLE	SURFACE PCL	NEUF	REVENU BRUT	VALEUR HISTO	TAUX	VALORISATION			COMPARAISON METHODE			OBSERVATIONS	
									Taux de ROT	EXPT	TIERS	EXPT	TIERS	EXPT		TIERS
10388	Cote	RUE FAUCHER 40	Marsala	8 185 m²	NON	2 484 270 €	34 346 483 €	6,79%	0%	6,00%	6,00%	0%	4 200 €	4 284 €	2%	
10405	Cote	QUAI DE RIVE NEUVE 23	Marsala	8 u	NON	-	212 511 €	-	0%	6,00%	6,00%	0%	25 000 €	27 500 €	10%	
10310	Cote	QUAI DE RIVE NEUVE 19	Marsala	3 351 m²	OUI	51 450 €	3 048 007 €	1,66%	0%	6,00%	7,00%	17%	4 000 €	3 653 €	-9%	
40002	HAB	2 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	138 m²	NON	-	465 871 €	-	-4%	4,25%	4,35%	2%	4 250 €	4 200 €	-1%	
40003	HAB	3 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	125 m²	NON	11 930 €	422 828 €	2,45%	-2%	4,25%	4,45%	5%	4 250 €	4 384 €	3%	
40004	HAB	4 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	270 m²	NON	6 199 €	833 387 €	0,70%	-8%	4,25%	4,20%	1%	4 250 €	4 110 €	-3%	
42001	Cote	SCI New Way	Lyon (VA)	13 775 m²	OUI	2 484 417 €	48 000 000 €	4,99%	0%	5,50%	5,25%	-5%	3 250 €	3 500 €	8%	
41001	Cote	SCI Savy Way	Lyon (VA)	38 593 m²	OUI	6 282 778 €	114 620 000 €	5,38%	0%	5,50%	5,75%	5%	2 200 €	1 800 €	-18%	
TOTAL PERIMETRE ALL									15 857 651 €	300 633 150 €	5,14%					

Aucune information communiquée sur cet actif à la réception de la valeur vénale retenue / Comparaison EXPT en valeur bruta

1 lot de commerce à 5% / 1 lot bureau à 6,5%

Aucune information communiquée sur cet actif à la réception de la valeur vénale retenue / Comparaison EXPT en valeur bruta

Taux de 7% pour 8 800 m² et 7,2% pour le reste

RIE de 2074 m² (V.M de 20 €) total de fermabilité x 1 lot divers non vendus

42 u act. à 1000 € + 6 u act. à 2000 € / act. à 5,00% pour 9 ans fermés d'1 lot fermés -50 pds

1 531 m² venants / 69 -25 pds & 9 ans fermés -50 pds

AOT avec référence prise en compte par rapport / impossible de vérifier le calcul sur la base de la fiche de valorisation communiquée

BEFA + 10 720 m² venants / 7,75 pds et 9 ans fermés + 247 m² act. à 80 €/m² / V.V. à bénéficier actives

Valeur vénale s'entendant actives

CODU	TYPE	ANTILLE/ADRESSE	VILLE	SURFACE PCL	NEUF	REVENU BRUT	VALEUR HISTO	TAUX	VALORISATION			COMPARAISON METHODE			OBSERVATIONS	
									Taux de ROT	EXPT	TIERS	EXPT	TIERS	EXPT		TIERS
10388	Cote	RUE FAUCHER 40	Marsala	8 185 m²	NON	2 484 270 €	34 346 483 €	6,79%	0%	6,00%	6,00%	0%	4 200 €	4 284 €	2%	
10405	Cote	QUAI DE RIVE NEUVE 23	Marsala	8 u	NON	-	212 511 €	-	0%	6,00%	6,00%	0%	25 000 €	27 500 €	10%	
10310	Cote	QUAI DE RIVE NEUVE 19	Marsala	3 351 m²	OUI	51 450 €	3 048 007 €	1,66%	0%	6,00%	7,00%	17%	4 000 €	3 653 €	-9%	
40002	HAB	2 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	138 m²	NON	-	465 871 €	-	-4%	4,25%	4,35%	2%	4 250 €	4 200 €	-1%	
40003	HAB	3 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	125 m²	NON	11 930 €	422 828 €	2,45%	-2%	4,25%	4,45%	5%	4 250 €	4 384 €	3%	
40004	HAB	4 RUE DE LA REPUBLICUE	Lyon	270 m²	NON	6 199 €	833 387 €	0,70%	-8%	4,25%	4,20%	1%	4 250 €	4 110 €	-3%	
42001	Cote	SCI New Way	Lyon (VA)	13 775 m²	OUI	2 484 417 €	48 000 000 €	4								

Annexe 2 : Description des actifs Féroé évalués

Portefeuille tertiaire

Tous les actifs sont dits « Core » à l'exception de l'actif sis 57 Passage de l'Argue à Lyon

Ils relèvent donc des segments de marché les plus recherchés par les investisseurs et trouvent leur place dans le portefeuille d'une société foncière cotée.

Il s'agit soit :

- d'actifs très récents (par exemple La Fabrique, le Nautilus à Bordeaux, le Milky Way à Lyon), occupés ou partiellement occupés par de multilocataires (occupation partielle pour La Fabrique à 50 %, occupation principale par Casino pour le Nautilus et commerces de restauration en RDC en sus, pour une occupation à 100 %),
- d'actifs neufs mono locataires (par exemple le Silky Way à Lyon, immeuble achevé en juin 2015 occupé par Alstom suivant les termes d'un bail de 11 ans et 11 mois – le New Way à Villeurbanne livré le 30 septembre 2016 et occupé par Adecco pour son campus suivant les termes d'un bail de 9 années ferme),
- d'actifs en projet comme l'ancien siège d'ADECCO à Lyon, face au parc de la tête d'Or, dont la valeur délivrée par la société correspond à sa valeur nette comptable inscrite dans les comptes et non évalué, à priori par les experts ou le projet 19 Quai Rive Neuve à Marseille (traité par JLL sans que nous disposions ni d'éléments descriptifs, ni d'éléments qualifiants),
- d'actifs en développement (Factore E et Orianz à Bordeaux), soit vacants, soit faisant l'objet de BEFA (avec Allianz et Orange pour le Orianz, sur 46.77 % des surfaces, le solde étant vacant)
- d'actifs plus anciens, tertiaires formant îlot à Lyon Lafayette (Lafayette, et Massena) occupés par AREVA suivant bail 3, 4, 5, 69, procurant une durée résiduelle d'occupation de 3.5 années désormais, outre (BNP en RDC – agence bancaire – 9 ans ferme s'achevant en 2020),

Les caractéristiques principales des actifs permettent de les comparer aux données de marché reprises en [annexe 3](#).

Portefeuille hôtelier

Il s'agit de 12 actifs hôteliers dont 11 sont ou seront exploités sous l'enseigne B&B, le 12^{ème} l'étant sous l'enseigne AC Hotel by Marriott à Marseille Vélodrome ; ils sont répartis sur diverses localisations du territoire national, ce qui dilue le risque en matière de taux d'occupation et donc de résultats.

Sur ces 12 actifs, l'un d'eux le B&B Armagnac est un projet en cours de développement (livraison septembre 2018) sis à Bordeaux, zone Euratlantique, sur le même site que les actifs tertiaires ORIANZ et FACTORE E. Notons que le projet de B&B Armagnac devra en terme de positionnement commercial se différencier du B&B Bègles tout proche pour ne pas le concurrencer, puisque bénéficiant d'une meilleure implantation à proximité de la gare TGV de Bordeaux.

Ils totalisent 1 259 chambres, dont 244 de plus de 5 ans (3 actifs à Saclay, Quimper et Marseille- Joliette) et 1 015 chambres de moins de 5 ans (9 actifs dont un en développement de 126 chambres).

Sauf pour le B&B Euromed, qui est occupé sur la base d'un loyer variable, les actifs sont occupés par baux de 12 ans ferme, avec un loyer fixe, précisé triple net pour certains et avec caution solidaire du groupe B&B pour d'autres ce qui en fait un ensemble attractif par la sécurité de ses flux ; notons qu'avec la loi Pinel, à échéance des baux, le bailleur devra en particulier assurer la charge des gros travaux de l'article 606 du code civil ce qui en restreindra la rentabilité. Les clauses des 3 prochains renouvellements de baux sont actées entre preneur et bailleur ce qui démontre la confiance du preneur dans sa capacité à générer une activité commerciale pérenne. Néanmoins certains taux d'effort sont élevés pour la catégorie.

Annexe 3 : étude des marchés tertiaires Lyon, Bordeaux, Marseille

Lyon - Villeurbanne

Bureaux

Source : FNAIM (bilan année 2016)

Demande placée

La demande placée a été de 290 511 m² en 2016 (+7% par rapport à 2015) dont 49 % de neuf. Elle est répartie majoritairement sur les quartiers d'affaires Part-Dieu (29%) et Techlid (13%).

2016 a été une année record et confirme la tendance observée ces dernières années. Le marché a été porté par l'ancien dans ces secteurs : Part-Dieu, Villeurbanne et Gerland. L'offre de vente étant faible, la demande de bureaux se rabat sur la location, qui est majoritaire (70 %). Les transactions de surfaces de plus de 1000 m² ont été très nombreuses (56 contre 39 en 2015) mais celles de plus de 5000 m² sont en baisse (7 contre 12 en 2015).

Loyers

Les valeurs locatives sont en augmentation depuis 2012, le loyer moyen est de 182 €/m². Le loyer moyen de seconde main est de 166 €/m² et le loyer moyen neuf de 203 €/m². Le loyer prime s'élève à 295 €/m². Pour Villeurbanne en particulier, le loyer moyen est de 144 €/m² et les loyers varient entre 112 €/m² et 184 €/m².

Hierarchie des quartiers pour les bureaux (2015) :

Quartier	Loyer €/m ² /an HT HC	Description
Confluence	180 - 260	Idéalement placé en centre-ville, ce quartier attire principalement des entreprises du tertiaire et du secteur des médias.
Hôtel de Ville	180 - 200	Centre historique, c'est le cœur administratif de Lyon. C'est aussi une place financière et commerciale.
La Part-Dieu	140 - 200	2ème quartier d'affaires de France, la Part-Dieu est le cœur stratégique de Lyon.
Lyon Vaise	120 - 190	Quartier central du 9ème arrondissement, Lyon Vaise rassemble surtout des entreprises du secteur numérique.
Gerland	130 - 180	En plein développement, Gerland constitue souvent une alternative à la Part-Dieu.

Offre

L'offre progresse avec un taux de vacance de près de 8 %.

Investissement

592 M€ ont été investis en 2016, principalement dans ces secteurs : Gerland, Vaise, Grand-Lyon Nord-Ouest et Part-Dieu. Le taux prime observé est de 4,8 %. Au 1^{er} trimestre de 2017 le taux prime a encore subi une compression pour atteindre 3,95 % à la Part-Dieu. Et ce, malgré la hausse des OAT à 0,963 % fin mars 2017.

Les prix de vente moyens par secteur pour des locaux de bureaux neufs ou restructurés étaient compris entre 1 535 € (Grand Lyon Nord-Ouest) et 5 600 €/m² (Presqu'île). Les secondes mains étaient cédés entre 960 €/m² (Grand Lyon Nord-Est) et 4 152 €/m² (Presqu'île). Le prix moyen du seconde main pour Villeurbanne Carré de Soie est de 1 940 €/m².

Commerces

Source : CBRE T4 2016

La métropole est toujours très active. La demande est très présente sur la Presqu'île mais reste faible sur les axes secondaires.

Investissement

26 M€ ont été investis en 2016, ce qui est bien moins que 148 M€ investis 2015. Mais 2015 a été une année exceptionnelle, pour rappel, le volume investis en 2014 était de 29 M€. Seules 9 transactions ont été recensées en 2016, elles portent principalement sur des actifs en centre-ville. 3 d'entre elles, situées dans le 2^{ème} arrondissement, totalisent 23,5 M€.

Le taux de rendement prime est en baisse sur un an et atteint la valeur de 3,25 % en mars 2017. Les taux varient entre 3,25 et 5,3 % en centre-ville. Pour les centres commerciaux, ils varient entre 3,5 et 6,25 %. En périphérie, les taux vont de 4,75 à 9 %.

Emplacement	Valeur locative € HT HC/m²/an	Principales artères commerciales
n°1 "Prime"	1 500 - 2 600	Rue de la République (du Printemps à la Fnac)
	800 - 1 800	Rue du Président Edouard Herriot
n°1	900 - 1 800	Rue Emile Zola
	800 - 1 200	Rue de Brest, Rue Gasparin
	580 - 1 200	Rue Victor Hugo
n°1 bis	500 - 1 000	Rue du Maréchal de Saxe
	300 - 600	Avenue des Frères Lumière
Centres commerciaux	1 000 - 2 300	Part Dieu, Confluence

Bordeaux

Sur tous les secteurs de l'immobilier, Bordeaux se développe fortement depuis quelques années. Ce développement devrait largement se continuer avec des facteurs clés comme l'arrivée en juillet 2017 de la ligne à grande vitesse qui reliera Bordeaux à la capitale en 2 heures, et les grandes opérations d'aménagement qui prennent place sur son territoire (Euratlantique, Bassins à Flot, Bordeaux-Aéroport, Campus Vallée Créative...).

Bureaux

Source : OIEB Bordeaux Métropole (bilan année 2015)

Demande placée

La demande placée s'élève à 107 300 m² en 2015, soit une progression de 20 % par rapport à 2014. Un tel volume n'avait pas été enregistré depuis 2007. Bordeaux-même concentre 50 % de cette demande placée dont 18 000 m² sur le secteur Euratlantique et 10 000 m² sur les Bassins à Flot. Le nombre de transactions de plus 2 000 m² passe de 5 en 2014 à 14 pour 2015. Ces transactions de grande taille représentent 50 % de la demande placée.

Loyers

Les loyers augmentent de manière générale avec une forte augmentation pour le seconde main en centre-ville. Le seconde main en périphérie, lui, reste stable.

Seconde main :

Périphérie : 117 € HT HC/m²/an

Centre-ville : 150 € HT HC/m²/an

Neuf :

Périphérie : 139 € HT HC/m²/an

Centre-ville : 171 € HT HC/m²/an

Prime : 185 € HT HC/m²/an

Offre

L'offre disponible à un an baisse de 8 % et s'établit à 142 000 m². Le taux de vacance est de 6 %. Le stock se concentre sur deux secteurs, Bordeaux (51 000 m²) et sa périphérie Ouest (49 000 m²). Le seconde main représente 70 % de l'offre dont un quart est classé obsolète.

L'offre future bordelaise est principalement concentrée dans les secteurs Euratlantique et Bassins à Flot.

Investissement

Pour Bordeaux Métropole, 88 M€ ont été investis en bureaux en 2015. Le taux de rendement prime est de 6 %, le taux du neuf est de l'ordre de 6 – 7 % et celui du taux seconde main est dans la fourchette 7 – 8,5 %.

Commerces

Source : CBRE T4 2016

La demande nationale et internationale est toujours très présente sur les artères « prime » et l'hyper-centre.

Les projets commerciaux représentent 187 000 m² à l'horizon 2016-2020.

Investissement

Le volume d'investissements connu le plus récent pour Bordeaux Métropole est celui de l'année 2015 quand 17 M€ ont été investis dans l'immobilier de commerce. (OIEB)

Le taux de rendement prime est en baisse de 50 points de base sur un an et atteint la valeur de 3,5 % en mars 2017. Les taux varient entre 3,5 et 5,6 % en centre-ville. Pour les centres commerciaux, ils varient entre 3,5 et 6,25 %. En périphérie, les taux vont de 4,75 à 9 %.

Emplacement	Valeur locative € HT HC/m ² /an	Principales artères commerciales
n°1 "Prime"	1 500 - 2 300	Rue Ste Catherine (haut), Rue Porte Dijeaux
n°1	1 000 - 1 800	Cours de l'intendance, Rue Voltaire
n°1 bis	700 - 1 300	Rue des remparts, rue des Trois Conils, Rue de Grassi, Cours Georges Clémenceau, Rue Sainte Catherine (bas)
n°2	400 - 700	Rue du Pas St Georges
Périphérie	120 - 220	Mérignac Soleil

Marseille

Sur la commune de Marseille, le marché immobilier d'entreprise se sépare entre les traditionnelles zones de « Centre-ville », le nouveau quartier d'affaires « Euroméditerranée », le nord, le sud, l'est et la périphérie qui comprend les satellites d'Aubagne, La Ciotat et Vitrolles/Marignane.

Euroméditerranée reste à Marseille le secteur « phare » de l'immobilier des bureaux à Marseille. Ce quartier d'affaires se compose d'immeubles de grand gabarit avec le centre commercial régional « Les Terrasses du Port » à ses portes.

Le secteur d'Euroméditerranée reste le secteur le plus dynamique en termes d'offre de bureaux. Avec les importants achèvements en 2017, le secteur Euroméditerranée accentue encore la prédominance du centre-ville en termes d'offre de bureaux à 6 mois.

L'offre future se stabilise sur à Marseille, et plus spécifiquement à Euroméditerranée, qui verra plusieurs livraisons d'importance à partir de 2018 : deux immeubles du site « Le Castel », la Tour « La Marseillaise » et l'opération « Cap Horizon » de Nexity Ywood à Vitrolles.

Sur le marché d'Aix-Marseille, le montant des investissements a été de 265 millions. Le taux « prime » des bureaux est de 5,75%.

À Marseille, les bureaux de petite taille (de surface comprise entre 0 et 250 m² utile) représentent 75% du marché des transactions de bureaux. Le recul des grandes transactions se confirme en 2016, avec une baisse de 75% en 2 ans.

Les valeurs moyennes à l'acquisition sur le secteur du centre-ville de Marseille en 2016 sont de 2 200 €/ 2 700 €/HD/m² pour des bureaux neufs ou restructurés et de 1 800 €/ 1 900 €/HD/m² pour le seconde main.

Les loyers des bureaux neufs restent stables sur le secteur intra-muros de Marseille. Les loyers des bureaux de seconde main reste quant à lui stable, mais avec un risque de légère baisse du fait du niveau de disponibilité et de la pression de l'offre neuve.

Les fourchettes de loyers en 2016 sur le secteur du centre-ville de Marseille sont de 275 €/m²/an HT pour les bureaux neufs/restructurés et de 170 €/m²/an HT pour des bureaux de seconde main.

Annexe 4 : analyses des marchés immobiliers à Marseille

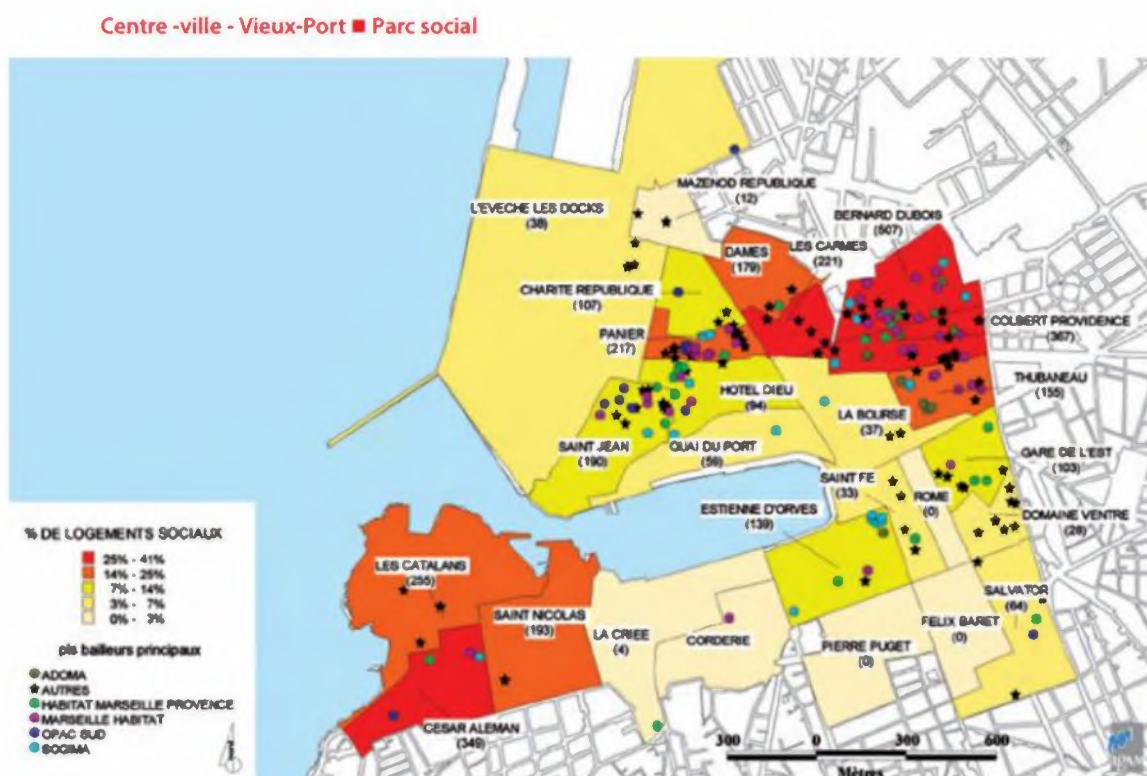
Le marché de l'habitation à Marseille

Le parc immobilier d'habitation sur Marseille est principalement constitué d'appartements (83% en 2014 selon l'INSEE) et pour le reste de maisons (16,2% en 2014).

Malgré une légère baisse par rapport à 2009, le pourcentage de résidences principales reste élevé sur la commune : 89,8% en 2014 selon l'INSEE, contre 91,1% en 2009.

La part des ménages propriétaires de leur résidence principale reste assez peu élevée sur Marseille (44,2% en 2014 selon l'INSEE, niveau stable par rapport à 2009). La proportion de locataires est de 53,2% en 2014, dont 17% de locataires en habitation à loyer modéré louée vide. La part des logés gratuitement est de 2,6%.

Plus précisément, dans le centre-ville de Marseille, la répartition du parc social est la suivante :



Sur la commune de Marseille, plus de 40 000 logements sont considérés comme insalubres et présentent un danger pour les personnes qui y vivent, avec une concentration des logements insalubres dans l'hyper centre-ville. Cependant, 17 projets de renouvellement urbain sont répartis sur l'ensemble de la ville afin de revoir le parc d'habitation principalement. Aussi, il est prévu de réhabiliter

6 000 logements, démolir les logements sociaux devenus précaires et reconstruire un parc neuf aussi bien en accession qu'en locatif social.

Ces différents projets vont considérablement améliorer le parc d'habitation et produire un effet social et économique sur la ville.

Sur la commune de Marseille, selon les Notaires de France, pour la période du 01 décembre 2016 au 28 février 2017, le niveau des prix médian de vente pour des maisons est de 313 500 €, en hausse de 6,3% sur un an et de 12% sur 5 ans. Les prix oscillent dans une fourchette comprise entre 220 500 € et 444 000 €.

Ces écarts de prix s'expliquent essentiellement par la grande superficie de la commune (240,6 km²), comprenant 16 arrondissements, avec des quartiers de caractéristique et de standing différents.

La répartition des ventes des maisons est la suivante : 25,7 % de maisons de 1 à 3 pièces, 24,6 % de maisons de 4 pièces, 25,7 % de maisons de 5 pièces et 24,0 % de maisons de 6 pièces et plus.

Cette typologie variée et relativement égalitaire s'explique notamment par une composition des ménages assez variée sur Marseille (41% de ménages d'une personne en 2014 selon l'INSEE, 20,2% de couples sans enfants, 22,5% de couples avec enfants et 12,8% de famille monoparentale).

Les quartiers les plus prisés se situent principalement dans les 7^{ème} et 8^{ème} arrondissements de Marseille, avec des villas et résidences de standing offrant des vues et proximités mer.

Les biens qualitatifs situés dans les 7^{ème}, 8^{ème} et 9^{ème} arrondissements intéressent une clientèle composée de familles locales, de cadres mutés ainsi que de nombreux jeunes retraités en provenance de Paris ou Lyon, qui envisage une retraite active à Marseille.

S'agissant des appartements, selon les Notaires de France, le prix médian de vente est de 2 290 €/m² hab, en hausse de 4,8% sur un an et en baisse de 6,4% sur 5 ans. Les prix oscillent dans une fourchette comprise entre 1 780 €/m² et 2 920 €/m² hab.

Ces écarts de prix s'expliquent essentiellement par la grande superficie de la commune (240,6 km²), comprenant 16 arrondissements, avec des quartiers de caractéristique et de standing différents.

La répartition des ventes des appartements est la suivante : 9,6 % de studios, 22,8 % d'appartements de 2 pièces, 38,3 % d'appartements de 3 pièces, 22,0 % d'appartements de 4 pièces et 7,4 % d'appartements de 5 pièces et plus (données issues de la période du 01 décembre 2016 au 28 février 2017).

Les appartements de type F2, F3 et F4 constituent la majorité des transactions d'appartements. En effet, la majorité de la population des 15 à 64 ans en 2014 selon l'INSEE sont des actifs ayant un emploi (54,5%), susceptibles d'être davantage intéressés par des F3 et F4. Les élèves, étudiants et stagiaires qui sont davantage tournés vers des F1 et F2, ne représentent seulement que 12,8%.

La carte ci-après représente les prix médians/m² de vente des appartements par arrondissement marseillais (données issues des Notaires de France) :

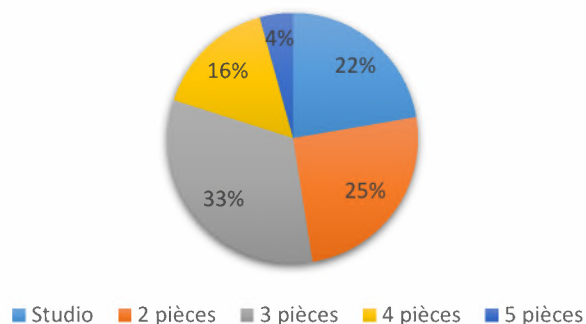


Plus précisément, dans le centre-ville de Marseille, selon les Notaires de France, le niveau de prix médians pour les appartements sont les suivants :

- 1^{er} arrondissement : 2 030 €/m², avec des prix oscillant dans une fourchette comprise entre 1 640 €/m² et 2 600 €/m² hab (période du 01 septembre 2016 au 28 février 2017)
- 2^{ème} arrondissement : 2 510 €/m², avec des prix oscillant dans une fourchette comprise entre 1 870 €/m² et 3 200 €/m² hab (période du 01 mars 2016 au 28 février 2017)
- 3^{ème} arrondissement : 1 240 €/m², avec des prix oscillant dans une fourchette comprise entre 950 €/m² et 1 480 €/m² hab (période du 01 septembre 2016 au 28 février 2017)

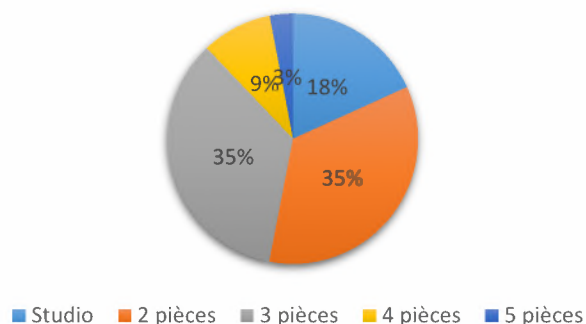
La répartition par typologie des appartements dans le 1^{er} arrondissement de Marseille sont les suivants :

Répartition des ventes par typologie dans le 1er arrondissement



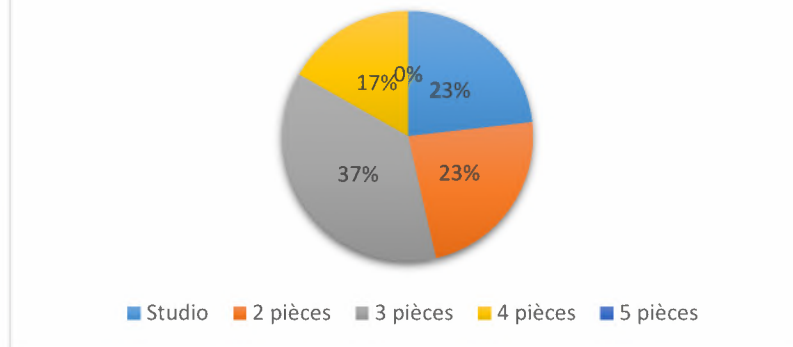
La répartition par typologie des appartements dans le 2^{ème} arrondissement de Marseille sont les suivants :

Répartition des ventes par typologie dans le 2ème arrondissement



La répartition par typologie des appartements dans le 3^{ème} arrondissement de Marseille sont les suivants :

Répartition des ventes par typologie dans le 3ème arrondissement



Les studios, 2 pièces et 3 pièces restent les typologies d'appartement privilégiées dans le centre-ville de Marseille.

Le centre-ville de Marseille se caractérise par la présence de plusieurs micromarchés, mélangeant des habitats qualitatifs avec des habitats abandonnés par leurs propriétaires, faute d'aménagements urbains ou de développement économique des activités commerciales de proximité.

Dans le centre-ville de Marseille, le marché haut de gamme, comme par exemple le Vieux-Port côté Mairie, cohabite avec un marché en récession, comme par exemple le périmètre rue de Rome/Noailles. Ce phénomène se retrouve entre le bas et le haut de la rue de la République, ou encore dans le secteur de la Joliette où seul le front de mer se démarque vers le haut par rapport au reste du secteur, grâce aux Terrasses du Port, aux Docks et aux Voûtes de la Major.

Les commerces de proximité et la requalification urbaine sont les deux principaux facteurs qui dynamisent le marché de l'habitation dans le centre-ville marseillais.

Selon l'observatoire Clameur (mise à jour février 2017), le niveau de loyer de marché sur la commune de Marseille était dans son ensemble de 12,3 €/m²/hab/mois/HC, depuis le début de l'année 2017, en baisse de 0,1% par rapport à l'année 2016.

La surface moyenne habitable des logements sur la commune de Marseille est de 52,3 m² hab, avec une durée moyenne d'occupation des logements de 51,3 mois.

Le taux de mobilité résidentielle est de 23,4%. La part des logements reloués après travaux est seulement de 16,1%.

La carte ci-après représente les loyers moyens mensuels/m²hab/HC des logements par arrondissement marseillais (données issues de CLAMEUR) :



D'après l'observatoire Clameur, les loyers moyens en 2016 par typologie étaient les suivants sur la commune de Marseille, ainsi que sur les 1^{er}, 2^{ème} et 3^{ème} arrondissements (centre-ville de Marseille) :

Département (Région)	Ville, regroupement de communes et pays Loyers 2016 en €/m ² (variation 2016 en %)	Studios et 1 pièce	2 pièces	3 pièces	4 pièces	5 pièces et plus	Ensemble
BOUCHES-DU-RHÔNE (PROVENCE-ALPES-CÔTE D'AZUR)	MARSEILLE	15,0 (4,6)	12,9 (3,1)	10,9 (0,4)	10,1 (0,8)	9,9 (2,2)	12,3 (2,1)
BOUCHES-DU-RHÔNE (PROVENCE-ALPES-CÔTE D'AZUR)	MARSEILLE 1ER ARRONDISSEMENT	14,4 (9,8)	11,8 (5,3)	9,7 (-1,7)	9,0 (6,3)	8,7 (4,2)	11,4 (4,7)
BOUCHES-DU-RHÔNE (PROVENCE-ALPES-CÔTE D'AZUR)	MARSEILLE 2EME ARRONDISSEMENT	13,6 (5,4)	13,0 (7,3)	10,7 (-1,0)	9,9 (-2,7)	8,1 (-3,4)	12,1 (3,7)
BOUCHES-DU-RHÔNE (PROVENCE-ALPES-CÔTE D'AZUR)	MARSEILLE 3EME ARRONDISSEMENT	14,2 (5,2)	11,8 (0,4)	10,5 (-1,1)	8,9 (-0,7)	7,6 (2,1)	11,8 (0,7)

Les plafonds des loyers sociaux sur la commune de Marseille en 2017 sont les suivants :

	PLI (Prêt locatif intermédiaire)	PLS (Prêt locatif social)	PLUS (Prêt locatif à usage social)	PLAI (Prêt locatif aidé d'intégration)
Plafond loyer en 2017 sur Marseille en €/m²/SU/mois/HT	12,50	10,07	5,54	4,92

Dans le secteur de la rue de la République, le boulevard des Dames constitue une des artères aux valeurs locatives les plus élevées, avec un loyer mensuel moyen de 22 €/m²hab/HC. Ce boulevard est une artère dégagée allant de la Porte d'Aix au Quai de la Joliette en bordure de mer, constituée principalement de plusieurs immeubles d'habitations de standing.

La rue de la République et la place Sadi Carnot comportent des valeurs locatives supérieures à la moyenne du secteur, avec un loyer mensuel moyen de 14 €/m²hab/HC. Cette artère historique de standing constituée principalement d'immeubles haussmanniens de caractère, est située dans les 1^{ers} et 2^{ème} arrondissements relie l'ancien et le nouveau port.

Les rues secondaires adjacentes ou situées à proximité de la rue de la République, plus étroites, comportent des immeubles d'aspect et de standings inférieurs : leurs valeurs locatives sont un peu inférieures à la moyenne de la rue de la République. Ainsi par exemple, la rue de Forbin, la rue Henri Barbusse, la rue Henri Fiocca, la rue Chevalier Roze, la rue des Consuls, la rue Grande rue, la rue Saint-Cannat, la rue des Phocéens, la rue Gilbert Dru, la rue Plumier et la rue Vincent Leblanc ont un loyer mensuel moyen de 13,6 €/m²hab/HC.

Références de ventes

Nous avons relevé des ventes intervenues sur le marché marseillais dans le secteur pour des studios :

Date	Adresse	Etage	Type	Occ.	Surface	Montant	Prix /m ²
26/04/2017	29 A 37 RUE PAVILLON (MARSEILLE)	2	Studio	V	22 m ²	105 000 €	4 773 €
05/04/2017	22 TAPIS VERT (MARSEILLE)	3	Studio	V	33 m ²	36 190 €	1 097 €
04/04/2017	10 RUE DE L'HOTEL DIEU (MARSEILLE)	0	Studio	V	21 m ²	40 000 €	1 905 €
27/03/2017	9 RUE ST SAENS (MARSEILLE)	5	Studio	V	25 m ²	43 000 €	1 720 €
27/02/2017	3 RUE FORTIA ET 23 RUE ST SAENS (MARSEILLE)	2	Studio	V	70 m ²	160 650 €	2 295 €
27/02/2017	2 RUE DE L'HOTEL DIEU (MARSEILLE)	0	Studio	V	24 m ²	60 500 €	2 521 €
14/02/2017	4 RUE DE CHÂTEAU GOMBERT (MARSEILLE)	0	Studio	V	21 m ²	165 305 €	7 872 €
09/02/2017	75 rue francis davso (marseille)	3	Studio	V	20 m ²	39 000 €	1 950 €
09/02/2017	5-7 rue haxo (marseille)	1	Studio	V	28 m ²	68 000 €	2 429 €
01/02/2017	2 du poirier (marseille)	5	Studio	V	15 m ²	40 000 €	2 667 €
27/01/2017	12 glandeves (marseille)	5	Studio	V	24 m ²	45 000 €	1 875 €
24/01/2017	7 beauvau (marseille)	3	Studio	V	18 m ²	60 000 €	3 333 €
19/01/2017	rue glandeves (marseille)	5	Studio	V	0 m ²	46 000 €	3 712 €
19/01/2017	15 andre allar (marseille)	7	Studio	V	26 m ²	106 800 €	4 108 €
16/01/2017	30 cours honore d'estienne d'orves (marseille)	1	Studio	V	60 m ²	254 000 €	4 233 €
13/01/2017	64 rue du refuge (marseille)	2	Studio	V	16 m ²	47 500 €	2 969 €
30/12/2016	61 rue nationale (marseille)	4	Studio	O	18 m ²	30 000 €	1 667 €
La moyenne ressort à						3 007 €/m²	
La médiane ressort à						2 521 €/m²	

Nous avons relevé des ventes intervenues sur le marché marseillais dans le secteur pour des appartements de deux pièces :

Date	Adresse	Etage	Type	Occ.	Surface	Montant	Prix /m ²
04/04/2017	10 RUE DU CHEVALIER ROZE (MARSEILLE)	5	2 pièces	V	53 m ²	181 000 €	3 415 €
29/03/2017	5 RUE DE LA PALLIO (MARSEILLE)	4	2 pièces	V	58 m ²	108 000 €	1 862 €
29/03/2017	12 RUE DU CHEVALIER ROZE (MARSEILLE)	2	2 pièces	V	40 m ²	81 885 €	2 047 €
08/03/2017	8 PLACE AUX HUILES (MARSEILLE)	3	2 pièces	V	49 m ²	172 150 €	3 513 €
24/02/2017	12 RUE DU CHEVALIER ROZE (MARSEILLE)	2	2 pièces	V	60 m ²	131 600 €	2 193 €
23/02/2017	6 RUE HAXO (MARSEILLE)	1	2 pièces	V	40 m ²	70 000 €	1 750 €
20/02/2017	20 RUE DU PETIT ST JEAN (MARSEILLE)	4	2 pièces	V	48 m ²	93 000 €	1 938 €
03/02/2017	27 des petites maries (marseille)	1	2 pièces	V	53 m ²	68 000 €	1 283 €
19/01/2017	61 BOULEVARD DES DAMES (MARSEILLE)	2	2 pièces	V	41 m ²	205 000 €	5 000 €
29/12/2016	61 BOULEVARD DES DAMES (MARSEILLE)	1	2 pièces	V	41 m ²	200 000 €	4 878 €
La moyenne ressort à							2 788 €/m²
La médiane ressort à							2 120 €/m²

Nous avons relevé des ventes intervenues sur le marché marseillais dans le secteur pour des appartements de trois pièces :

Date	Adresse	Etage	Type	Occ.	Surface	Montant	Prix /m ²
03/05/2017	47 LONGUE DES CAPUCINS (MARSEILLE)	3	3 pièces	V	71 m ²	125 000 €	1 761 €
31/03/2017	3-5 RUE TAPIS VERT (MARSEILLE)	4	3 pièces	○	80 m ²	100 035 €	1 250 €
29/03/2017	12 RUE DU CHEVALIER ROZE (MARSEILLE)	4	3 pièces	V	74 m ²	170 900 €	2 309 €
17/03/2017	12 RUE DU CHEVALIER ROZE (MARSEILLE)	6	3 pièces	V	74 m ²	181 500 €	2 453 €
17/03/2017	12 RUE DU CHEVALIER ROZE (MARSEILLE)	2	3 pièces	V	63 m ²	120 700 €	1 916 €
14/03/2017	7 RUE STE ELISABETH (MARSEILLE)	2	3 pièces	V	66 m ²	120 000 €	1 818 €
14/03/2017	4 RUE BAILLI DE SUFFREN (MARSEILLE)	5	3 pièces	V	41 m ²	185 000 €	4 512 €
08/03/2017	14 RUE GRIGNAN (MARSEILLE)	2	3 pièces	V	57 m ²	110 000 €	1 930 €
03/03/2017	9 RUE ST ANTOINE (MARSEILLE)	2	3 pièces	V	62 m ²	129 000 €	2 081 €
02/03/2017	1 RUE MOLIERE (MARSEILLE)	3	3 pièces	V	42 m ²	90 000 €	2 143 €
17/02/2017	7 RUE JEAN BALLARD (MARSEILLE)	6	3 pièces	V	94 m ²	427 800 €	4 551 €
10/02/2017	50 francis davso (marseille)	4	3 pièces	V	47 m ²	142 914 €	3 041 €
30/01/2017	6 de la loge (marseille)	2	3 pièces	V	81 m ²	224 000 €	2 765 €
20/01/2017	8 rue des dominicaines (marseille)	1	3 pièces	V	73 m ²	140 000 €	1 918 €
La moyenne ressort à							2 461 €/m²
La médiane ressort à							2 112 €/m²

Nous avons relevé des ventes intervenues sur le marché marseillais dans le secteur pour des appartements de quatre pièces et plus :

Date	Adresse	Etage	Type	Occ.	Surface	Montant	Prix /m ²
23/03/2017	6 BELSUNCE (MARSEILLE)	11	4 pièces	O	83 m ²	169 000 €	2 036 €
08/03/2017	12 RUE DU CHEVALIER ROZE (MARSEILLE)	3	4 pièces	V	98 m ²	212 700 €	2 170 €
07/02/2017	3 de la fourragere (marseille)	8	5 pièces	V	89 m ²	180 000 €	2 022 €
16/01/2017	68 des dominicaines (marseille)	4	4 pièces	V	123 m ²	230 000 €	1 870 €
28/12/2016	25-27 rue thubaneau (marseille)	3	4 pièces	V	79 m ²	118 700 €	1 503 €
23/12/2016	4 sainte (marseille)	2	5 pièces	V	137 m ²	271 000 €	1 978 €
02/11/2016	6 RUE MARCEL SEMBAT (MARSEILLE)	2	4 pièces	V	78 m ²	140 000 €	1 795 €
23/09/2016	38 BOULEVARD LONGCHAMP (MARSEILLE)	4	4 pièces	V	80 m ²	195 000 €	2 438 €
La moyenne ressort à							1 976 €/m²
La médiane ressort à							2 000 €/m²

Références locatives

S'agissant du marché locatif nous avons comparé chaque fois que cela a été possible les transactions réalisées par la société ANF en 2015 avec celle de 2016 en matière de logement libre. Cette comparaison a été réalisée par type de logement et par tronçon.

La tendance globale est baissière.

Pour les studios : tendance baissière des locations ou des relocations

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²
Tronçon 1	10333	PLACESADI CARNOT 5	NAMANETHIERRY	T1	01	32	16/05/2014	5 852 €	14,72
Tronçon 1	10275	RUEDELA REPUBLIQUE30	BOBLIN LAETITIA	T1	05	24	10/10/2014	5 111 €	17,75
Tronçon 1	10266	RUEDELA REPUBLIQUE18	ALIAGA ERIC 3EME ETAGE	T1	03	54	12/01/2015	6 605 €	10,16
Tronçon 1	10255	RUEDELA REPUBLIQUE6	TOUAT SAFIA	T1	05	71	14/09/2015	9 600 €	11,27
Tronçon 1	10278	RUEDELA REPUBLIQUE34	MUSCAT ALICIA	T1	04	28,73	16/12/2015	4 860 €	14,10
								MOYENNE	13,6 €
								MEDIANE	14,1 €
Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²
Tronçon 1	10080	RUE GRAND RUE 9	NARAYANASSAMY	T1	02	37,5	05/02/2016	5 820 €	12,93
Tronçon 1	10275	RUEDELA REPUBLIQUE30	ZANNINI GINETTE	T1	06	35,7	22/06/2016	4 680 €	10,92
Tronçon 1	10275	RUEDELA REPUBLIQUE30	NED.DUMENEKARIMA	T1	05	32	06/07/2016	4 800 €	12,50
Tronçon 1	10280	RUEDELA REPUBLIQUE38	ZITOUNI ELMA	T1	06	34,49	12/07/2016	5 484 €	13,25
Tronçon 1	10332	PLACESADI CARNOT 4	MICKAEL 3EME ETAGE GHE	T1	03	73	28/08/2016	11 159 €	12,75
Tronçon 1	10275	RUEDELA REPUBLIQUE30	DUMOUCHEL CHLOE	T1	05	25	31/08/2016	4 800 €	16,00
							-3,8%	MOYENNE	13,1 €
							-9,5%	MEDIANE	12,8 €

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²
Tronçon 2	10290	RUEDELA REPUBLIQUE77	GILARDI JOSEPH 1ER ETAGE	T1	04	31	29/11/2007	1 536 €	4,13
Tronçon 2	10287	RUEDELA REPUBLIQUE73	OUZEBIHA CHERIF 5EME ETAGE	T1	05	28	01/02/2016	3 579 €	10,65
								MOYENNE	10,2 €
								MEDIANE	11,7 €

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²
Tronçon 3	10236	RUE PLUMIER 16	LAUGIER ROBIN	T1	04	28	01/10/2015	4 800 €	14,29
Tronçon 3	10067	RUE DE FORBIN 59	HADDOUCHE KARIM	T1	04	22	06/11/2015	4 200 €	15,91
Tronçon 3	10240	RUE PLUMIER 22	ESCUDEIRO BARROS	T1	01	22	27/11/2015	4 560 €	17,27
Tronçon 3	10238	RUE PLUMIER 18	DEVALENS JEREMIE	T1	03	24	04/12/2015	4 680 €	16,25
Tronçon 3	10068	RUE DE FORBIN 61	CHAM BON AMANDINE	T1	03	22	12/12/2015	4 200 €	15,91
								MOYENNE	15,9 €
								MEDIANE	15,9 €

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²
Tronçon 3	10240	RUE PLUMIER 22	LECHEVALLIER Bruno	T1	01	21	11/04/2016	4 560 €	18,10
Tronçon 3	10238	RUE PLUMIER 18	BAUDRY LOUNA	T1	06	24	22/08/2016	4 560 €	15,83
Tronçon 3	10238	RUE PLUMIER 18	FERRAND OLIVIER	T1	04	24	20/05/2016	4 680 €	16,25
Tronçon 3	10240	RUE PLUMIER 22	VIVAS LOPEZ DENIS	T1	ES	25,5	24/06/2016	3 092 €	10,11
Tronçon 3	10236	RUE PLUMIER 16	GALFRE DORINE	T1	03	28	20/07/2016	4 560 €	13,57
Tronçon 3	10238	RUE PLUMIER 18	SAYCOUCIE ADRIEN	T1	04	24	04/07/2016	4 560 €	15,83
Tronçon 3	10068	RUE DE FORBIN 61	RASAM IARINDRAINY	T1	02	26	03/04/2015	5 040 €	16,15
Tronçon 3	10236	RUE PLUMIER 16	PARKINSON CLARE	T1	01	28	06/02/2016	5 076 €	15,11
Tronçon 3	10068	RUE DE FORBIN 61	PINTORYOAN	T1	03	26	29/04/2016	5 040 €	16,15
Tronçon 3	10236	RUE PLUMIER 16	CHOUAF SID AHMED	T1	04	28	16/08/2016	4 560 €	13,57
Tronçon 3	10068	RUE DE FORBIN 61	TABIT ILYAS	T1	02	22	17/08/2016	4 200 €	15,91
Tronçon 3	10238	RUE PLUMIER 18	DIFERNAND AUDREY	T1	06	24	22/08/2016	4 560 €	15,83
							-4,5%	MOYENNE	15,2 €
							-0,5%	MEDIANE	15,8 €

Pour les appartements de deux pièces : la tendance moyenne est baissière.

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²
Tronçon 1	10086	RUE HENRI BARBUSSE 5	AISSAOUI MOHAMME 5EME ET	T2	05	44	06/03/2015	6 000 €	11,26
Tronçon 1	10279	RUE DE LA REPUBLIQUE 36	METHO JUSTINE	T2	03	43	09/01/2015	6 365 €	12,34
Tronçon 1	10280	RUE DE LA REPUBLIQUE 38	DUBUT VINCENT	T2	03	50,08	12/01/2015	6 245 €	10,39
Tronçon 1	10264	RUE DE LA REPUBLIQUE 16	LARD VALERE 3EME ETAGE DR	T2	03	46	27/02/2015	6 600 €	11,83
Tronçon 1	10263	RUE DE LA REPUBLIQUE 14	SIMON MARC 5EME ETAGE	T2	05	55	06/03/2015	6 551 €	10,00
Tronçon 1	10020	RUE CHEVALIER ROZE 2	COSTA FRANCOIS	T2	05	52,3	29/03/2015	7 069 €	11,26
Tronçon 1	10262	RUE DE LA REPUBLIQUE 13 15	SALTE. BERENGER	T2	01	51,81	01/04/2015	8 862 €	14,25
Tronçon 1	10273	RUE DE LA REPUBLIQUE 28	GIACARDI ELSA	T2	05	50,6	26/08/2015	6 123 €	10,08
Tronçon 1	10080	RUE GRAND RUE 9	M EKREBI MOHAMED	T2	05	42	21/09/2015	7 658 €	15,19
Tronçon 1	10279	RUE DE LA REPUBLIQUE 36	DUSSART VINCENT	T2	05	59,4	30/10/2015	8 077 €	11,33
Tronçon 1	10035	RUE DES CONSULS 4	BRISSON CHRISTOPHE	T2	08	47,3	02/11/2015	8 400 €	14,80
Tronçon 1	10331	PLACE SADI CARNOT 2	COLIEBENOIT	T2	03	64,7	14/12/2015	7 560 €	9,74
								MOYENNE	11,9 €
								MEDIANE	11,3 €

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²
Tronçon 1	10038	RUE DES CONSULS 10	MOLKHOU MARIE-ELISE	T2	04	43,9	04/01/2016	6 600 €	12,53
Tronçon 1	10035	RUE DES CONSULS 4	BASSU LEONOR	T2	08	42,8	29/01/2016	8 040 €	15,65
Tronçon 1	10266	RUE DE LA REPUBLIQUE 18	GRAVIERE EDOUARD	T2	01	86	12/02/2016	10 800 €	10,45
Tronçon 1	10334	RUE ST CANNAT 1	HANOT MARYLOU	T2	01	28,71	18/04/2016	4 836 €	14,04
Tronçon 1	10277	RUE DE LA REPUBLIQUE 33	MOINE	T2	02	163	23/04/2016	17 508 €	8,98
Tronçon 1	10279	RUE DE LA REPUBLIQUE 36	VAZ BORGES JEREMY	T2	06	42	30/04/2016	6 120 €	12,14
Tronçon 1	10257	RUE DE LA REPUBLIQUE 8	KOROBENIK BERNARD	T2	04	60	13/05/2016	7 740 €	10,73
Tronçon 1	10266	RUE DE LA REPUBLIQUE 18	ASSELATE BELKACEM	T2	01	55	20/05/2016	7 308 €	11,08
Tronçon 1	10277	RUE DE LA REPUBLIQUE 33	RIETH EMILIE 5EME ETAGE	T2	05	51	16/06/2016	6 600 €	10,70
Tronçon 1	10273	RUE DE LA REPUBLIQUE 28	ROSE REMY	T2	03	50,8	17/06/2016	6 000 €	9,84
Tronçon 1	10257	RUE DE LA REPUBLIQUE 8	EL KANSI NAOUAI AICH A	T2	02	61	01/07/2016	8 352 €	11,39
Tronçon 1	10081	RUE GRAND RUE 11	RICHON MICKAEL	T2	03	65,5	01/07/2016	6 600 €	8,40
Tronçon 1	10086	RUE HENRI BARBUSSE 5	BIVILLE VERONIQUE	T2	05	42	05/07/2016	6 527 €	12,83
Tronçon 1	10271	RUE DE LA REPUBLIQUE 26	BRUGUES NICOLAS	T2	04	59,9	22/07/2016	6 768 €	9,42
Tronçon 1	10257	RUE DE LA REPUBLIQUE 8	RAIA MARC	T2	03	55	26/07/2016	9 854 €	14,88
Tronçon 1	10262	RUE DE LA REPUBLIQUE 13 15	NGUYEN TRAN NGOC-	T2	01	62,91	29/07/2016	6 480 €	8,58
Tronçon 1	10273	RUE DE LA REPUBLIQUE 28	QURESHI SOFIA	T2	04	44,8	02/08/2016	6 000 €	11,16
Tronçon 1	10269	RUE DE LA REPUBLIQUE 23	TESSIER ANTOINETTE	T2	04	41	12/08/2016	6 360 €	13,08
Tronçon 1	10271	RUE DE LA REPUBLIQUE 26	TOUATI ROSTANE	T2	05	55,8	17/08/2016	6 600 €	9,86
Tronçon 1	10275	RUE DE LA REPUBLIQUE 30	BAIN CALLIANE	T2	06	42,06	26/08/2016	4 800 €	9,51
Tronçon 1	10264	RUE DE LA REPUBLIQUE 16	RIVEMALE GLADYS	T2	02	40	27/08/2016	5 400 €	11,23
Tronçon 1	10266	RUE DE LA REPUBLIQUE 18	GONNET LEO	T2	04	95	31/08/2016	9 600 €	8,45
Tronçon 1	10258	RUE DE LA REPUBLIQUE 9	F CHEFCHAOUNI 4EME ETAGE D	T2	04	49	01/09/2016	6 600 €	11,22
Tronçon 1	10086	RUE HENRI BARBUSSE 5	DIEBOLT ALAIN-FLORE	T2	04	46	01/09/2016	6 000 €	10,94
Tronçon 1	10088	RUE HENRI FIOCCA 3	JEREMIE NICOLAS	T2	05	43	02/09/2016	6 000 €	11,76
Tronçon 1	10334	RUE ST CANNAT 1	UMIAN LETHUILLIER CAROLE-	T2	01	38,73	05/09/2016	6 000 €	12,91
Tronçon 1	10273	RUE DE LA REPUBLIQUE 28	PARESC LILA 3EME GAUCHE	T2	03	42,5	05/09/2016	6 000 €	11,76
Tronçon 1	10335	RUE ST CANNAT 15	ROSSI MATHIS 6EME ETAGE	T2	06	54,23	15/09/2016	6 120 €	9,40
Tronçon 1	10088	RUE HENRI FIOCCA 3	JARCO T	T2	03	47	20/09/2016	6 600 €	11,66
Tronçon 1	10281	RUE DE LA REPUBLIQUE 40	CI MARIE 4EME ETAGE DROITE	T2	04	44	29/09/2016	6 240 €	11,82
Tronçon 1	10270	RUE DE LA REPUBLIQUE 25	RGES GUILLAUME ENTRESOL D	T2	ES	37	17/11/2016	6 609 €	14,76
							-4,6%	MOYENNE	11,3 €
							-0,6%	MEDIANE	11,2 €

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²
Tronçon 2	10288	RUE DE LA REPUBLIQUE 75	FERRIERA	T2	04	42	29/05/2015	5 013 €	9,98
Tronçon 2	10296	RUE DE LA REPUBLIQUE 83	DELCHIAPPO AIME 5EME ETAGE	T2	05	54	28/09/2015	2 550 €	3,94
Tronçon 2	10287	RUE DE LA REPUBLIQUE 73	OUZEBIHA CHERIF 5EME ETAGE	T2	05	48	01/02/2016	6 135 €	10,65
								MOYENNE	8,7 €
								MEDIANE	10,1 €

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²	
Tronçon 3	10238	RUE PLUMIER 18	ANICE YASSINE	T2	03	48	03/02/2015	6 361 €	11,04	
Tronçon 3	10306	RUE DE LA REPUBLIQUE 114	BARLET PIERRE	T2	ES	51	15/04/2015	3 177 €	5,19	
Tronçon 3	10359	RUE VINCENT LEBLANC 19	LAOURCH SAADIA	T2	02	48,2	30/06/2015	3 334 €	5,76	
Tronçon 3	10360	RUE VINCENT LEBLANC 21	MOPOLO MOKE ANDREE	T2	04	47,8	30/06/2015	3 280 €	5,72	
Tronçon 3	10305	RUE DE LA REPUBLIQUE 112	SOHAIB OTHMANE	T2	ES	52,5	06/02/2015	6 361 €	10,10	
Tronçon 3	10358	RUE VINCENT LEBLANC 17	LEPETIT BERTRAND	T2	01	51,5	27/03/2015	6 600 €	10,68	
Tronçon 3	10306	RUE DE LA REPUBLIQUE 114	ROBBE BERTRAND	T2	ES	51	14/10/2015	6 180 €	10,10	
Tronçon 3	10240	RUE PLUMIER 22	BIGHELLI MARIE	T2	01	33	31/07/2015	5 943 €	15,01	
Tronçon 3	10362	RUE VINCENT LEBLANC 25	BOURDIN LISA	T2	06	49,5	28/08/2015	6 604 €	11,12	
Tronçon 3	10066	RUE DE FORBIN 57	HELLEGOUARCH	T2	04	41	28/08/2015	6 484 €	13,18	
Tronçon 3	10304	RUE DE LA REPUBLIQUE 110	DONNADIEU GHISLAIN	T2	02	49	18/09/2015	6 540 €	11,12	
Tronçon 3	10359	RUE VINCENT LEBLANC 19	CABANES D'ANNA	T2	06	49,5	22/09/2015	6 360 €	10,71	
Tronçon 3	10308	RUE DE LA REPUBLIQUE 118	CHAKROUN HATEM	T2	03	44,1	02/10/2015	6 120 €	11,56	
Tronçon 3	10362	RUE VINCENT LEBLANC 25	KASSY ADJO	T2	07	43,1	22/10/2015	5 880 €	11,37	
Tronçon 3	10307	RUE DE LA REPUBLIQUE 116	ARCUCCI FLORENCE	T2	05	49	27/10/2015	6 060 €	10,31	
								MOYENNE	10,2 €	
								MEDIANE	10,7 €	
Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²	
Tronçon 3	10359	RUE VINCENT LEBLANC 19	DURAND THIBAUT	T2	07	45,88	10/02/2016	5 820 €	10,57	
Tronçon 3	10307	RUE DE LA REPUBLIQUE 116	SUBERBILLE NICOLAS	T2	05	51	12/02/2016	6 684 €	10,92	
Tronçon 3	10304	RUE DE LA REPUBLIQUE 110	ARNOUNI RAJAA	T2	01	49	16/06/2016	6 000 €	10,20	
Tronçon 3	10305	RUE DE LA REPUBLIQUE 112	AGBOGBO ARIELLE EMM	T2	02	55	25/01/2016	6 804 €	10,31	
Tronçon 3	10307	RUE DE LA REPUBLIQUE 116	GALOU YAZID	T2	04	51	25/03/2016	6 600 €	10,78	
Tronçon 3	10240	RUE PLUMIER 22	BOUGHAZI SANAA	T2	01	35	22/04/2016	6 336 €	15,09	
Tronçon 3	10304	RUE DE LA REPUBLIQUE 110	MOUHLI MAHER	T2	04	54	11/05/2016	6 720 €	10,37	
Tronçon 3	10304	RUE DE LA REPUBLIQUE 110	VIVAS LOPEZ DENIS	T2	ES	50,7	24/06/2016	6 148 €	10,10	
Tronçon 3	10238	RUE PLUMIER 18	BEDDELEM FREDERIC	T2	04	48	06/07/2016	6 000 €	10,42	
Tronçon 3	10359	RUE VINCENT LEBLANC 19	LEVEDER GWENAELE	T2	01	50,7	25/07/2016	6 120 €	10,06	
Tronçon 3	10304	RUE DE LA REPUBLIQUE 110	BONICELLI ADRIEN	T2	03	51	02/08/2016	6 000 €	9,80	
Tronçon 3	10305	RUE DE LA REPUBLIQUE 112	SOW SOFIANE	T2	04	49	05/08/2016	6 000 €	10,20	
Tronçon 3	10308	RUE DE LA REPUBLIQUE 118	BENGHEL LAB	T2	05	44,7	16/08/2016	6 120 €	11,41	
Tronçon 3	10358	RUE VINCENT LEBLANC 17	GELOT ROMAIN	T2	03	51,7	19/08/2016	6 000 €	9,67	
Tronçon 3	10305	RUE DE LA REPUBLIQUE 112	BENADJEMIA SARAH	T2	ES	50,5	10/03/2016	6 564 €	10,83	
Tronçon 3	10305	RUE DE LA REPUBLIQUE 112	ZENAD BRAHIM	T2	05	45	01/08/2016	6 120 €	11,33	
Tronçon 3	10360	RUE VINCENT LEBLANC 21	HOANG MY	T2	05	48,8	04/08/2016	6 000 €	10,25	
Tronçon 3	10360	RUE VINCENT LEBLANC 21	CATEL YANN	T2	04	48,4	29/08/2016	6 000 €	10,33	
Tronçon 3	10359	RUE VINCENT LEBLANC 19	D'AMANDINE 6EME ETAGE GAL	T2	06	49,5	05/09/2016	6 000 €	10,10	
Tronçon 3	10308	RUE DE LA REPUBLIQUE 118	DO-GRANGE ETIENNE - 5EME ETC	T2	05	52,9	14/09/2016	6 000 €	9,45	
Tronçon 3	10362	RUE VINCENT LEBLANC 25	HILMARION 2EME ETAGE DROIT	T2	02	48,5	28/09/2016	6 000 €	10,31	
								3,9%	MOYENNE	10,6 €
								-3,7%	MEDIANE	10,3 €

Pour les appartements de trois pièces : la tendance moyenne est baissière.

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²
Tronçon 1	10335	RUEST CANNAT 15	ARKOUB AMAR	T3	03	76,7	13/01/2015	9 960 €	10,82
Tronçon 1	10037	RUE DES CONSULS 8	DENISE ARTHUR	T3	04	62,8	15/01/2015	8 046 €	10,68
Tronçon 1	10281	RUE DE LA REPUBLIQUE 40	MORANA LAURENT	T3	06	67,6	20/02/2015	8 401 €	10,36
Tronçon 1	10257	RUE DE LA REPUBLIQUE 8	LANDI MARC 1ER ETAGE	T3	01	57	29/03/2015	10 543 €	15,36
Tronçon 1	10256	RUE DE LA REPUBLIQUE 7	MASSA MARI ROSE	T3	05	80,7	29/03/2015	5 918 €	6,11
Tronçon 1	10255	RUE DE LA REPUBLIQUE 6	IMPRESA PIZZAROTTI	T3	02	47	04/05/2015	8 092 €	14,32
Tronçon 1	10281	RUE DE LA REPUBLIQUE 40	SERRA DONA	T3	04	73,9	29/06/2015	11 342 €	12,79
Tronçon 1	10262	RUE DE LA REPUBLIQUE 13 15	BROCHARD MYRIAM	T3	04	82	15/10/2015	10 200 €	10,37
Tronçon 1	10263	RUE DE LA REPUBLIQUE 14	BITON JEAN-CLAUDE	T3	04	57	06/11/2015	6 510 €	9,58
								MOYENNE	11,2 €
								MÉDIANE	10,7 €

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²	
Tronçon 1	10264	RUE DE LA REPUBLIQUE 16	ZIDANE FOUED	T3	02	50	21/01/2016	7 200 €	11,95	
Tronçon 1	10334	RUEST CANNAT 1	LOPEZ POZO JOSE	T3	ES	59,1	03/03/2016	8 268 €	11,66	
Tronçon 1	10280	RUE DE LA REPUBLIQUE 38	PATRIZI NICOLE	T3	05	83	29/03/2016	3 669 €	3,68	
Tronçon 1	10268	RUE DE LA REPUBLIQUE 21	BLUTEAU LOICIA	T3	04	75	01/04/2016	8 640 €	9,65	
Tronçon 1	10268	RUE DE LA REPUBLIQUE 21	MOIREUX MAILYS	T3	02	165	03/04/2016	17 400 €	8,79	
Tronçon 1	10081	RUE GRAND RUE 11	CHOMA MATTHIEU	T3	02	66,75	25/04/2016	8 952 €	11,18	
Tronçon 1	10334	RUEST CANNAT 1	SEGBLE LAURENT	T3	04	78,7	27/06/2016	8 160 €	8,64	
Tronçon 1	10037	RUE DES CONSULS 8	VEDEL VETEA	T3	08	66,9	27/06/2016	10 560 €	13,15	
Tronçon 1	10260	RUE DE LA REPUBLIQUE 12	MOULESSHOU ALAA EDDINE	T3	03	40	13/07/2016	6 192 €	12,93	
Tronçon 1	10277	RUE DE LA REPUBLIQUE 33	BUREAU FREDERIQUE	T3	04	69	02/08/2016	9 240 €	11,16	
Tronçon 1	10035	RUE DES CONSULS 4	OMARI HABIBA	T3	03	80,2	02/08/2016	8 400 €	8,73	
Tronçon 1	10259	RUE DE LA REPUBLIQUE 11	BATTAIS-GREFFEUILLE	T3	03	74,1	05/08/2016	8 640 €	9,72	
Tronçon 1	10272	RUE DE LA REPUBLIQUE 27	RAIBAUT	T3	04	75	05/08/2016	9 000 €	10,04	
Tronçon 1	10281	RUE DE LA REPUBLIQUE 40	EL KASBAJ KHALIDE	T3	05	82,17	22/08/2016	9 600 €	9,74	
Tronçon 1	10259	RUE DE LA REPUBLIQUE 11	LE COUPANNEC VINCEN	T3	03	73,5	22/08/2016	8 520 €	9,66	
Tronçon 1	10259	RUE DE LA REPUBLIQUE 11	E JUSTINE 3EME ETAGE DROITE	T3	03	76,5	01/09/2016	8 760 €	9,54	
Tronçon 1	10258	RUE DE LA REPUBLIQUE 9	BENIES ALBAN 3EME ETAGE FAC	T3	04	70,8	01/09/2016	9 000 €	10,59	
Tronçon 1	10275	RUE DE LA REPUBLIQUE 30	KRI OMAR 4EME ETAGE ESCALIE	T3	04	80	05/09/2016	9 240 €	9,63	
Tronçon 1	10080	RUE GRAND RUE 9	STANT PATRICIA 3EME ETAGE D	T3	03	82,64	06/09/2016	9 000 €	9,08	
Tronçon 1	10268	RUE DE LA REPUBLIQUE 21	DEFRANCE LISA	T3	04	36	24/09/2016	5 040 €	11,82	
Tronçon 1	10266	RUE DE LA REPUBLIQUE 18	MENARDO LAURENT	T3	03	62	18/12/2016	8 325 €	11,24	
								-9,2%	MOYENNE	10,1 €
								-8,8%	MÉDIANE	9,7 €

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²
Tronçon 3	10361	RUE VINCENT LEBLANC 23	ZERBIB MARTINE	T3	06	48,8	29/03/2015	5 878 €	10,04
Tronçon 3	10308	RUE DE LA REPUBLIQUE 118	KAMEL FARIDA	T3	02	101,4	29/06/2015	6 313 €	5,19
Tronçon 3	10240	RUE PLUMIER 22	GROLEAU SANDRINE	T3	ES	95	12/12/2015	8 640 €	7,58
Tronçon 3	10362	RUE VINCENT LEBLANC 25	LANDRASMORGANE	T3	01	50,4	29/04/2016	6 720 €	11,11
								MOYENNE	9,3 €
								MÉDIANE	10,0 €

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²
Autre	10449	RUE DERUFFI 46 BAT B/C	MARCHEVAL WILFRIED	T3	07	80,38	16/07/2014	9 019 €	9,35
Autre	10448	RUE DERUFFI 46 BAT A	THIRON ALEXIS	T3	04	65,73	05/09/2014	9 194 €	11,66
Autre	10448	RUE DERUFFI 46 BAT A	MARTINEZ PIERRE-YVE	T3	02	66,01	15/05/2015	9 119 €	11,51
Autre	10448	RUE DERUFFI 46 BAT A	ARE CHRISTELLE	T3	06	66,01	15/02/2016	8 880 €	11,21
Autre	10448	RUE DERUFFI 46 BAT A	NGOUCK ETIENNE	T3	07	66,01	26/02/2016	9 204 €	11,62
Autre	10448	RUE DERUFFI 46 BAT A	CANOVAS LYDIA 6EME ETAGE	T3	06	65,78	09/09/2016	9 204 €	11,66
								MOYENNE	10,6 €
								MÉDIANE	10,3 €

Pour les appartements de quatre pièces : la tendance moyenne est baissière.

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²	
Tronçon 1	10275	RUE DE LA REPUBLIQUE 30	IMPRESA PIZZAROTTI	T5	02	130,5	01/02/2015	17 660 €	11,28	
Tronçon 1	10270	RUE DE LA REPUBLIQUE 25	LOL DIDIER 4 BME DROITE SUR C	T4	04	51	15/06/2015	7 782 €	12,84	
Tronçon 1	10278	RUE DE LA REPUBLIQUE 34	BEN YAHIA	T5	03	130,1	29/06/2015	12 474 €	7,99	
Tronçon 1	10274	RUE DE LA REPUBLIQUE 29	HAN SEBASTIEN 3 BME ETAGE F	T4	03	154	11/12/2015	19 812 €	10,74	
Tronçon 1	10035	RUE DES CONSULS 4	SAGHINI MATHILDE	T4	05	80,3	31/08/2015	10 206 €	10,59	
								MOYENNE	10,7 €	
								MEDIANE	10,7 €	
Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Utilisation	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²	
Tronçon 1	10087	RUE HENRI FIOCCA 1	SCHIED JEANNE	T5	01	136	31/01/2016	15 012 €	9,19	
Tronçon 1	10267	RUE DE LA REPUBLIQUE 19	FRANCHET CLEMENT	T4	03	106	01/02/2016	13 286 €	10,44	
Tronçon 1	10282	RUE DE LA REPUBLIQUE 42	JOUIN THOMAS	T4	05	90,5	02/04/2016	12 000 €	11,05	
Tronçon 1	10271	RUE DE LA REPUBLIQUE 26	FERREOLE PAULE	T4	05	117,2	29/04/2016	19 140 €	13,61	
Tronçon 1	10086	RUE HENRI BARBUSSE 5	DABOUINEAU LAETITIA	T4	03	90	02/05/2016	11 040 €	10,28	
Tronçon 1	10335	RUE ST CANNAT 15	ABADA KARMA	T4	05	88	18/05/2016	11 520 €	10,91	
Tronçon 1	10282	RUE DE LA REPUBLIQUE 42	BARDON BALTHAZAR	T4	04	90,8	01/06/2016	11 832 €	10,86	
Tronçon 1	10267	RUE DE LA REPUBLIQUE 19	BOUSQUIER CLEMENT	T4	03	106	01/09/2016	11 640 €	9,12	
Tronçon 1	10275	RUE DE LA REPUBLIQUE 30	PUGNAT STEPHANE	T4	03	128,9	22/07/2016	13 800 €	8,92	
Tronçon 1	10081	RUE GRAND RUE 11	DELMAS PIERRE	T4	01	87,6	29/03/2016	10 860 €	10,33	
Tronçon 1	10037	RUE DES CONSULS 8	TOURNIER CHLOE	T4	03	79,5	24/03/2016	9 960 €	10,44	
Tronçon 1	10035	RUE DES CONSULS 4	HAMANI NACEREDDINE	T4	06	79,6	24/02/2016	10 440 €	10,93	
Tronçon 1	10331	PLACESADI CARNOT 2	VERSINI LAURENT	T5	01	117,1	13/07/2016	13 800 €	9,82	
								-5,6%	MOYENNE	10,1 €
								-3,8%	MEDIANE	10,3 €

Le marché des bureaux à Marseille

Sur la commune de Marseille, le marché immobilier d'entreprise se sépare entre les traditionnelles zones de « Centre-ville », le nouveau quartier d'affaires « Euroméditerranée », le nord, le sud, l'est et la périphérie qui comprend les satellites d'Aubagne, La Ciotat et Vitrolles/Marignane.

Euroméditerranée reste à Marseille le secteur « phare » de l'immobilier des bureaux à Marseille. Ce quartier d'affaires se compose d'immeubles de grand gabarit avec le centre commercial régional « Les Terrasses du Port » à ses portes.

Le secteur d'Euroméditerranée reste le secteur le plus dynamique en termes d'offre de bureaux. Avec les importants achèvements en 2017, le secteur Euroméditerranée accentue encore la prédominance du centre-ville en termes d'offre de bureaux à 6 mois.

L'offre future se stabilise sur à Marseille, et plus spécifiquement à Euroméditerranée, qui verra plusieurs livraisons d'importance à partir de 2018 : deux immeubles du site « Le Castel », la Tour « La Marseillaise » et l'opération « Cap Horizon » de Nexity Ywood à Vitrolles.

Sur le marché d'Aix-Marseille, le montant des investissements a été de 265 millions. Le taux « prime » des bureaux est de 5,75%.

A Marseille, les bureaux de petite taille (de surface comprise entre 0 et 250 m² utile) représentent 75% du marché des transactions de bureaux. Le recul des grandes transactions se confirme en 2016, avec une baisse de 75% en 2 ans.

Les valeurs moyennes à l'acquisition sur le secteur du centre-ville de Marseille en 2016 sont de 2 200 €/ 2 700 €/HD/m² pour des bureaux neufs ou restructurés et de 1 800 €/ 1 900 €/HD/m² pour le seconde main.

Les loyers des bureaux neufs restent stables sur le secteur intra-muros de Marseille. Les loyers des bureaux de seconde main restent quant à lui stables, mais avec un risque de légère baisse du fait du niveau de disponibilité et de la pression de l'offre neuve.

Les fourchettes de loyers en 2016 sur le secteur du centre-ville de Marseille sont de 275 €/m²/an HT pour les bureaux neufs/restructurés et de 170 €/m²/an HT pour des bureaux de seconde main.

Nous avons recensé des locations intervenues sur le marché marseillais dans le secteur :

Date	Adresse	Type	Surface	Montant	Prix /m ²
01/05/2016	10 PLACE DE LA JOLIETTE (MARSEILLE)	Bureau	180 m ²	38 700 €	215 €
01/12/2015	BOULEVARD DE DUNKERQUE (MARSEILLE)	Bureau	4 794 m ²	958 800 €	200 €
01/12/2015	EUROMED CENTER (MARSEILLE)	Bureau	1 412 m ²	282 400 €	200 €
25/11/2015	108 RUE DE L'EVÊCHÉ (MARSEILLE)	Bureau	366 m ²	65 880 €	180 €
31/10/2015	35 RUE DUVERGER (MARSEILLE)	Bureau	804 m ²	73 164 €	91 €
30/09/2015	QUAI DU LAZARET (MARSEILLE)	Bureau	436 m ²	115 540 €	265 €
La moyenne ressort à					192 €/m²
La médiane ressort à					200 €/m²

Nous avons relevé des ventes intervenues sur le marché marseillais dans le secteur :

Date	Adresse	Type	Surface	Montant	Prix /m ²	Remarques
05/04/2017	69-71 rue sainte (marseille)	Bureau	98 m ²	230 000 €	2 347 €	1 pkg
21/07/2016	51 rue sainte (marseille)	Bureau	98 m ²	160 000 €	1 633 €	
01/07/2016	QUAI DE LA JOLIETTE (MARSEILLE)	Bureau	6 000 m ²	19 000 000 €	3 167 €	07/2016 : Acquisition en blanc de l'immeuble de bureaux Le Castel à Marseille (13). Livraison : début 2019.
22/06/2016	25 rue francis davis (marseille)	Bureau	84 m ²	175 000 €	2 083 €	
08/03/2016	17 venture (marseille)	Bureau	135 m ²	375 000 €	2 778 €	
02/02/2016	42 rue paradis (marseille)	Bureau	173 m ²	400 000 €	2 312 €	
17/12/2015	16 et 18 rue brezeuil (marseille)	Bureau	218 m ²	400 000 €	1 835 €	
25/11/2015	13 RUE TRIGANCE (MARSEILLE)	Bureau	516 m ²	630 036 €	1 221 €	
24/11/2015	25 sainte (marseille)	Bureau	46 m ²	98 000 €	2 130 €	
08/11/2015	quartier de la bourse (marseille)	Bureau	49 m ²	90 000 €	1 837 €	
24/08/2015	10 place general de gaulle (marseille)	Bureau	0 m ²	325 000 €	6 338 €	
08/07/2015	22 rue havo (marseille)	Bureau	71 m ²	105 000 €	1 479 €	
15/05/2015	19 PLACE JULLES CLES DE (MARSEILLE)	Bureau	10 600 m ²	25 000 000 €	2 358 €	
La moyenne ressort à					2 424 €/m²	
La médiane ressort à					2 130 €/m²	

Nous avons recensé des locations de bureaux intervenues sur le marché marseillais dans le secteur.

On observe que si l'on compare l'évolution des transactions intervenues en 2016 par rapport à celle de 2015 l'orientation baissière est assez marquée, en moyenne de plus de 12%.

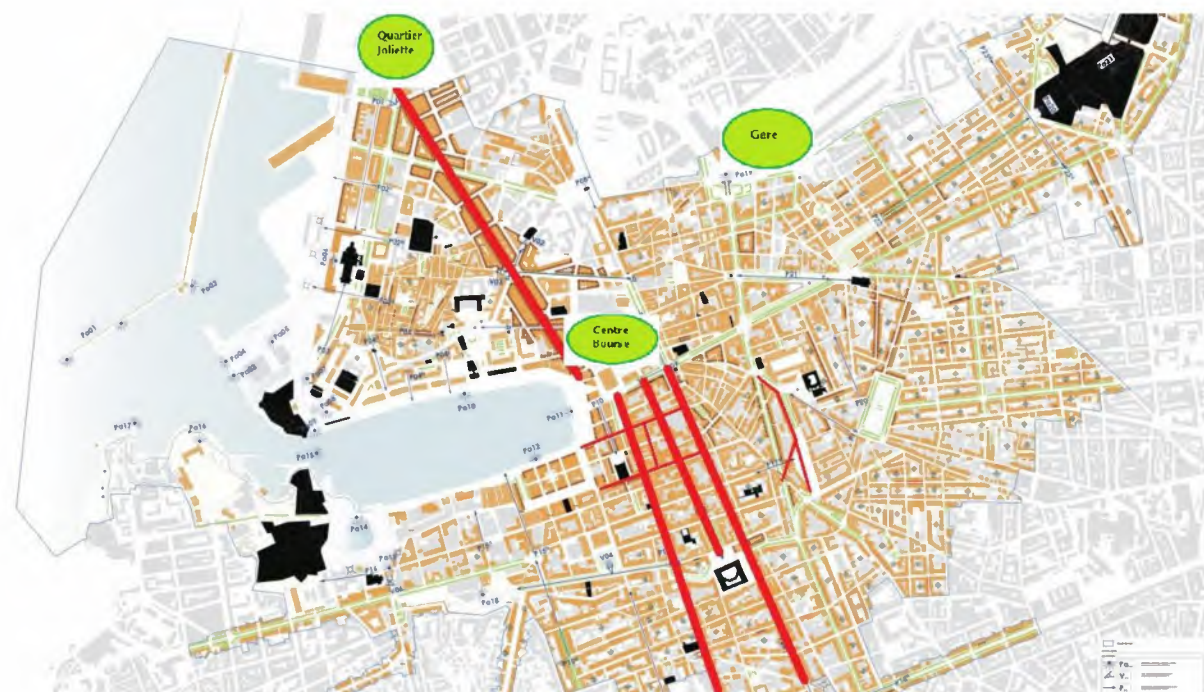
Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Etage	Surface (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	revenu/m²
Tronçon 1	10331	PLACE SADI CARNOT 2	GAMBETTA IMMOBILIER	02	160,5	11/01/2016	28087,48	175
Tronçon 1	10274	RUE DE LA REPUBLIQUE 29	POSTE DIRECTION REGIONALE	02	131	31/12/2016	23 934	183
Tronçon 1	10267	RUE DE LA REPUBLIQUE 19	JURIDICALIS 1ER ETAGE	01	94	06/12/2016	17 023	181
Tronçon 1	10255	RUE DE LA REPUBLIQUE 6	CABINET 6 REPUBLIQUE	ES	60	21/11/2016	10 231	170
Tronçon 1	10257	RUE DE LA REPUBLIQUE 8	DAUPHINE EXPERTISE	ES	42	08/11/2016	6 880	162
Tronçon 1	10277	RUE DE LA REPUBLIQUE 33	DAUPHINE ET CASTRONOVO D	RC	37	01/11/2016	1 738	47
Tronçon 1	10267	RUE DE LA REPUBLIQUE 19	PRAGMA	01	245	22/08/2016	49 000	200
Tronçon 1	10332	PLACE SADI CARNOT 4	IRD	03	228	01/08/2016	47 802	210
Tronçon 1	10268	RUE DE LA REPUBLIQUE 21	IFAC	01	166	01/07/2016	24 921	150
Tronçon 1	10269	RUE DE LA REPUBLIQUE 23	IFAC	01	154	01/07/2016	23 079	150
Tronçon 1	10270	RUE DE LA REPUBLIQUE 25	SERENA	ES	136	14/06/2016	22 875	168
Tronçon 1	10257	RUE DE LA REPUBLIQUE 8	RIZL	ES	55	11/05/2016	8 800	160
Tronçon 1	10269	RUE DE LA REPUBLIQUE 23	DAWAN	02	73	01/04/2016	13 140	179
Tronçon 1	10263	RUE DE LA REPUBLIQUE 14	SERENA 2EME ETAGE (ESC. B)	02	125	29/01/2016	18 855	151
						-12.6%	MOYENNE	163 €
						-7.2%	MEDIANE	169 €
Tronçon 1	10332	PLACE SADI CARNOT 4	SAGEC MEDITERRANEE	01	199	01/12/2015	37 810	190
Tronçon 1	10257	RUE DE LA REPUBLIQUE 8	X MEDIA	01	69	01/11/2015	13 740	200
Tronçon 1	10280	RUE DE LA REPUBLIQUE 38	NLG FINANCE	01	129,5	01/09/2015	23310	180
Tronçon 1	10331	PLACE SADI CARNOT 2	MEDIAS ET PUBLICITE	01	82	01/07/2015	16455	201
Tronçon 1	10268	RUE DE LA REPUBLIQUE 21	FAFIEC	ES	161	01/09/2015	25 882	161
Tronçon 1	10268	RUE DE LA REPUBLIQUE 21	GASTROS REPUBLIQUE	01	136	01/07/2015	19 104	140
Tronçon 1	10332	PLACE SADI CARNOT 4	BDO	01	428	01/07/2015	85 886	201
Tronçon 1	10332	PLACE SADI CARNOT 4	CAP VERT ENERGIES	05	320	30/06/2015	58 340	182
Tronçon 1	10332	PLACE SADI CARNOT 4	CAP VERT ENERGIES	05	320	30/06/2015	58 340	182
Tronçon 1	10332	PLACE SADI CARNOT 4	CAP VERT ENERGIES	06	103	30/06/2015	18 718	182
Tronçon 1	10332	PLACE SADI CARNOT 4	CAP VERT ENERGIES	05	103	30/06/2015	18 716	182
Tronçon 1	10268	RUE DE LA REPUBLIQUE 21	JLL	03	165	15/06/2015	33 170	201
Tronçon 1	10332	PLACE SADI CARNOT 4	ASSOCIATION COCKTAIL	04	301	08/06/2015	60 301	200
Tronçon 1	10332	PLACE SADI CARNOT 4	BUREAU VERITAS	02	375	01/06/2015	75 250	201
Tronçon 1	10268	RUE DE LA REPUBLIQUE 21	MDDTL 1ER ETAGE - ESC B	02	123	01/05/2015	21 922	178
Tronçon 1	10255	RUE DE LA REPUBLIQUE 6	PROGEXIA	01	242	15/01/2015	48 589	201
Tronçon 1	10260	RUE DE LA REPUBLIQUE 12	REDIT AGRICOLE MUTUEL A	RC	40	01/01/2015	10 843	272
Tronçon 1	10260	RUE DE LA REPUBLIQUE 12	REDIT AGRICOLE MUTUEL A	ES	106	01/01/2015	28 769	272
Tronçon 1	10260	RUE DE LA REPUBLIQUE 12	REDIT AGRICOLE MUTUEL A	01	282	01/01/2015	76 881	272
Tronçon 1	10263	RUE DE LA REPUBLIQUE 14	REDIT AGRICOLE MUTUEL A	01	283	01/01/2015	37 487	132
Tronçon 1	10264	RUE DE LA REPUBLIQUE 16	REDIT AGRICOLE MUTUEL A	01	186	01/01/2015	27 171	146
Tronçon 1	10264	RUE DE LA REPUBLIQUE 16	REDIT AGRICOLE MUTUEL A	ES	9	01/01/2015	1 375	146
Tronçon 1	10266	RUE DE LA REPUBLIQUE 18	REDIT AGRICOLE MUTUEL A	ES	21	01/01/2015	3 158	150
Tronçon 1	10266	RUE DE LA REPUBLIQUE 18	REDIT AGRICOLE MUTUEL A	01	343	01/01/2015	51 379	150
Tronçon 1	10266	RUE DE LA REPUBLIQUE 18	REDIT AGRICOLE MUTUEL A	01	52	01/01/2015	7 827	150
							MOYENNE	187 €
							MEDIANE	182 €

Le marché immobilier des locaux commerciaux à Marseille

L'offre commerciale marseillaise est très dense et se structure autour de trois grands pôles d'attraction régionale :

- le centre-ville de Marseille, qui génère un chiffre d'affaires de 760 millions d'euros;
- la Valentine, avec ses 400 magasins et une offre de qualité tournée vers l'équipement de la maison, la culture et les loisirs;
- Grand Littoral qui accueille plus de 10 millions de visiteurs par an.

Le centre-ville de Marseille assure le rôle de centre-ville à vocation régionale. Il compte 5 900 commerces avec une zone de chalandise estimée à 1,6 million d'habitants.



La ville de Marseille et son centre-ville en particulier ont connu des transformations profondes ces dernières années. En 2016, la Mairie et Marseille Provence Métropole ont engagé des travaux de rénovation et d'embellissement du centre-ville afin de le redynamiser (piétonisation, tramway). En l'espace de deux à trois ans, l'hyper centre et ses abords proches se seront enrichis de plus de 150 000 m² commerciaux.

Désormais, le centre-ville comprend 5 centres commerciaux :

- Centre commercial Les Terrasses du Port : complexe ludo-commercial de plus de 60 000 m² érigés à 20 m au-dessus du niveau de la mer.

- Centre commercial les Voûtes de la Major (32 cellules),
- Centre commercial les Docks (60 commerces),
- Centre commercial du Vélodrome (50 nouvelles boutiques sur 23 000 m², dès 2017),
- Centre Bourse (24 606 m²)

Par ailleurs, les commerces de pied d'immeuble s'articulent autour de plusieurs axes distincts :

- Les rues Saint-Ferréol, Paradis et Rome : ce pôle situé dans le quartier historique et piéton est l'un des plus actifs de la Ville.
L'offre commerciale de la rue de Rome se fait autour de l'équipement à la personne destiné à une clientèle populaire pour le bas de la rue de Rome. Elle est très fréquentée.
La rue Saint-Ferréol (parallèle vers le bas à la rue de Rome), est la rue la plus commerciale de la ville, en particulier depuis qu'elle est piétonne. Reliant la Canebière à la Préfecture, elle draine un flux chaland important autour des magasins de prêt-à-porter et des grandes enseignes (Virgin, Galeries Lafayette, Zara, H&M, etc).
La rue Paradis comprend également des enseignes nationales d'équipement de la personne axées sur le luxe et le haut de gamme.
- Les ruelles perpendiculaires (Grignan, Davso, Venture, Pythéas, Haxo et Vacon) et le quartier de l'Opéra complètent cette offre commerciale haut de gamme : adresses à la décoration soignée, restaurants branchés, boutiques de mode, bijoutiers, arts de la table, jeunes créateurs...
- La rue de la République, reliant le centre historique au nouveau quartier d'affaires Euroméditerranée avec 80 000 m² en pied d'immeuble.
Cette rue, en cours de rénovation et mutation profonde depuis 2006 est divisée en 3 tronçons :
Premier tronçon : entre le Vieux Port et la place Sadi Carnot : on y trouve des enseignes nationales populaires (H&M, Jules, Desigual, Sephora, Starbucks, etc. Notons que ce tronçon souffre cependant avec des départs (Promod, Célio, Sinequanone)
Deuxième tronçon : entre la place Sadi Carnot et le boulevard des Dames, la commercialité est faible avec de nombreux locaux vacants rénovés. On y trouve un Monoprix de 4 000 m², Naturalia, Picard et quelques prestataires de services : optique, beauté, auto-école, banques.
Troisième tronçon : l'entrée du nouveau quartier d'affaires de la Joliette (environ 30 000 emplois) : le commerce s'articule autour de la restauration et du service avec entre autre Mc Donald's, Brioche Dorée, Subway, Monop'. Office Dépôt et Copy Top répondent, quant à eux, aux besoins des occupants des bureaux.
- Le pôle du cours Saint-Julien / Notre Dame du Mont/ La Plaine : avec près de 500 commerces, ce pôle est la première destination nocturne de la ville avec de nombreux restaurants/bars/loisirs. On y trouve également des boutiques de produits bios, des créateurs ainsi que des marchés.

- Les deux rues parallèles à la rue Saint Ferréol, la rue de Rome à l'est et la rue Paradis à l'ouest sont également très commerçantes. La première est plus populaire et développe une offre plus grand public.

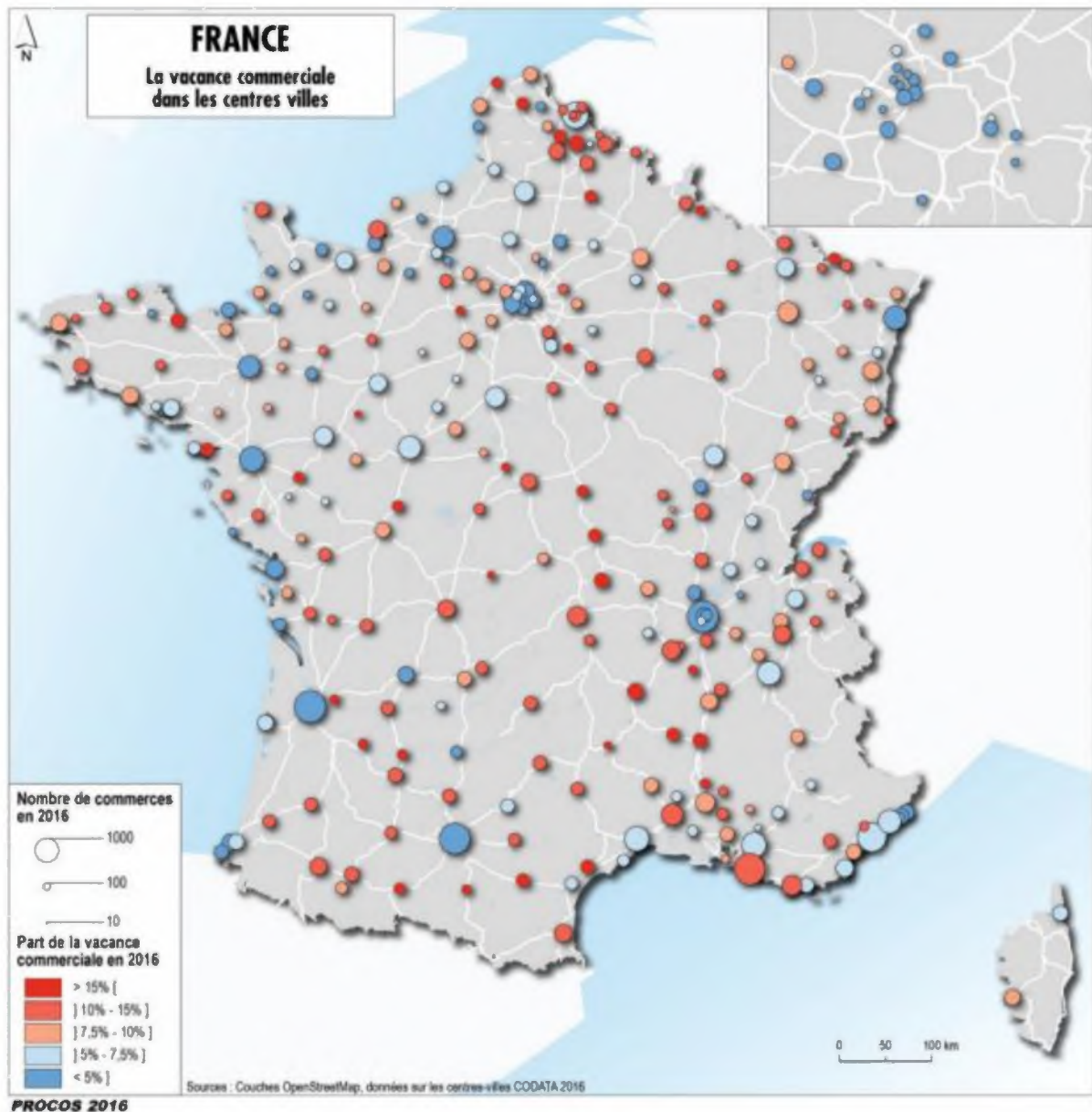
Sur l'ensemble de ces locaux, 29% sont occupés par des enseignes et participent à hauteur de 72% au développement de l'attractivité commerciale.

Globalement, il est à noter que le commerce de centre-ville à Marseille souffre : le taux de commerces inoccupés est passé de 9% à 15% entre 2008 et 2016 et il est constaté un turnover important des enseignes signe de fragilité économique.

Certains axes subissent les conséquences des chantiers comme la rue Paradis qui voit sa vacance progresser parallèlement à une demande en repli. La rue de Rome connaît également un taux de vacance élevé (environ 30 %) avec les travaux de la rue occasionnés par l'arrivée du tram.

De plus, le stationnement dans le centre-ville est difficile : le problème n'est pas le nombre de parkings mais leur coût horaire.

Il est à remarquer que ce sont les rues les plus propres, rénovées et ombragées (rues étroites ou présence d'arbres) qui sont les plus dynamiques commercialement.



Les valeurs locatives sont globalement stables depuis 2010.

Les multiples travaux dans le centre-ville ont entraîné néanmoins une baisse des loyers sur certains axes, telles que les rues Paradis et Rome.

Localisation	Valeur locative en €HT/HC/m ² up/an	Prix moyen en €HT/HC/m ² up/an
Rue Saint Ferréol	1 000 € - 1 900 €	1 500 €
Rue de Rome	800 € - 1 000 €	900 €
Rue du Paradis	800 € - 1 000 €	900 €
Autres rues du plateau piétonnier (Grignan, Davso, Pythéas, Haxo, Vacon, etc.)	480 € - 900 €	750 €
Rue de la République - tronçon 1	200 € - 900 €	480 €
Rue de la République - tronçon 2	200 € - 775 €	410 €
Rue de la République - tronçon 3	290 € - 610 €	450 €
Place Sadi Carnot	200 € - 700 €	500 €
Rues adjacentes à la rue de la République	120 € - 600 €	315 €
Quartier Joliette	250 € - 900 €	380 €

Notons que la rue de la République peine à se développer : nous rappelons que de grandes enseignes nationales ont récemment déposés congés : Promod, Célio, Sinequanone.

A l'inverse de grandes surfaces se sont installées : King jouets.

Il est à noter que depuis 2011, les nouveaux baux contractés se sont faits moyennant un loyer moyen de 330 € HT/HC/m²up/an, plus faible que le loyer moyen observé :

Adresse	Locataire	Surface (m ²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	Revenu/ m ²
RUE DE LA REPUBLIQUE 004	LA PROVENCALE SARL REZ DE CHAUSSEE	29	29/10/2016	14 838 €	517 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 004	LE DOME	30	29/08/2015	13 192 €	440 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 006	PHOCEA RESTAURATION	69	07/09/2015	20 618 €	298 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 006	TRABUC REZ DE CHAUSSEE	33	29/09/2012	10 182 €	306 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 006	GIRAUD & CO	51	01/01/2011	13 299 €	263 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 008	AUDIO ACOUSTIQUE REZ DE CHAUSSEE	53	28/09/2015	22 290 €	424 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 008	PHOCEA RESTAURATION	59	07/09/2015	17 435 €	298 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 008	GIRAUD & CO	79	01/01/2011	20 857 €	263 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 012	RÉGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL ALPES PROVENCE	232	15/01/2015	152 923 €	658 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 016	TUI FRANCE	100	31/08/2016	37 879 €	379 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 016	HENNES ET MAURITZ	249	01/01/2016	60 400 €	243 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 018	HENNES ET MAURITZ	404	01/01/2016	98 191 €	243 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 019	KASKASS	50	29/09/2012	12 000 €	241 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 027	ESPACE LOGGIA EXPANSION	86	31/12/2016	17 614 €	205 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 033	VBP CARNOT	362	31/03/2011	72 961 €	202 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 071	EDDI TIMES ENSEIGNE	51	15/07/2013	17 845 €	349 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 071	NGUYEN HOANG TUYEN REZ DE CHAUSSEE	41	15/07/2013	9 657 €	234 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 075	NATURALIA FRANCE	350	15/09/2011	114 150 €	326 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 079	PICARD	92	19/02/2013	23 929 €	260 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 079	ANDRE INVEST	39	18/04/2012	16 559 €	427 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 081	PICARD	113	19/02/2013	29 391 €	260 €
RUE DE LA REPUBLIQUE 083	OZIRIS OPTIQUE REPUBLIQUE	68	03/01/2012	30 704 €	454 €

Quel que soient les tronçons de la rue de la République, les loyers observés sont de même niveau.

De plus, les grandes surfaces ont des loyers proches de 200 € HT/HC/m²up/an (Exe : H&M).

Un peu plus de 100 M€ ont été investis en actifs commerciaux au cours de l'année 2016 dans la région marseillaise, une hausse remarquable par rapport aux 18 M€ un an auparavant.

Ce montant est attribuable en très grande partie à l'acquisition du centre commercial Bonneveine par AEW pour environ 100M€.

Dans le centre-ville de Marseille, les investisseurs sont toujours présents : depuis 2016, nous avons recensé 150 ventes environ de locaux commerciaux en pied d'immeuble pour un budget global de plus de 7 M €.

Les taux de rendement évoluent entre 5% pour les meilleurs emplacements à plus de 10% pour les locaux commerciaux situés dans les axes secondaires avec un taux de rendement global de l'ordre de 7,50%.

Les rues dont la qualité commerciale peut être classée de n°1 ont des taux de rendement bas, de l'ordre de 5% - 6%. (Rue St Ferréol, Rue Haxo, Pavillon, rue Paradis, 1^{er} tronçon de la rue de la République)

Les rues dont la qualité commerciale est plus faible (1 bis) ont des taux situés entre 6,5%-7% (autres tronçons de la rue de la République, autres rues du centre-ville piéton).

Les autres rues ont des taux plus élevés (rues adjacentes à la rue de la république, etc.).

Les valeurs vénales métriques sont très hétérogènes, en fonction, de la localisation, du linéaire de vitrine, de son occupation, de la qualité du preneur et du revenu généré : les prix varient entre 1 200 € HD/m² et 7 000 € HD/m².

Nous avons recensé des locations commerciales intervenues sur le marché marseillais dans le secteur :

Date	Adresse	Type	Surface	Montant	Prix /m ²	Remarques
02/02/2017	5 COURS ST LOUIS (MARSEILLE)	Local commercial	56 m ²	14 786 €	264 €	
30/09/2016	35 longue des capucins (marseille)	Local commercial	54 m ²	7 800 €	144 €	
23/08/2016	32 PAVILLON (MARSEILLE)	Local commercial	46 m ²	22 000 €	478 €	
23/08/2016	32 pavillon (marseille)	Local commercial	46 m ²	18 000 €	391 €	
11/05/2016	12 RUE SAINTE (MARSEILLE)	Local commercial	31 m ²	10 200 €	329 €	
04/05/2016	20 RUE DE LA PALUD (MARSEILLE)	Local commercial	43 m ²	9 600 €	223 €	1914/1947
25/03/2016	9 rue haxo (marseille)	Local commercial	80 m ²	19 800 €	248 €	
La moyenne ressort à					297 €/m²	
La médiane ressort à					264 €/m²	

Les locations réalisées depuis 2016 par la société ANF pour le segment autre illustrent l'hétérogénéité des situations commerciales.

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Etage	Surface Ponderée (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	Revenu/m²
Autre	10350	RUEVACON 32	FOLIESDOUCES	RC	47	15/11/2016	55 915	1 190
Autre	10350	RUEVACON 32	FOLIESDOUCES	ES	20	15/11/2016	9 518	476
Autre	10350	RUEVACON 32	FOLIESDOUCES	-1	14	15/11/2016	6 567	469
Autre	10074	PLACE DU GENERAL DE GAULLE 7	DAKAO	RC	20	07/10/2016	14 241	712
Autre	10197	RUE PAVILLON 37	DAKAO	RC	28	07/10/2016	19 937	712
Autre	10197	RUE PAVILLON 37	DAKAO	01	10	07/10/2016	4 557	456
Autre	10074	PLACE DU GENERAL DE GAULLE 7	DAKAO	ES	10	07/10/2016	2 848	285
Autre	10197	RUE PAVILLON 37	DAKAO	ES	12	07/10/2016	3 418	285
Autre	10195	RUE PAVILLON 33	LUNA	RC	86	15/03/2016	27 477	321
Autre	10196	RUE PAVILLON 35	LUNA	RC	39	15/03/2016	12 523	321
							MOYENNE	523 €
							MEDIANE	462 €

Les transactions réalisées par la société ANF sur le tronçon 1 quand à lui est conforme à la moyenne des références et la dispersion est similaires à celles des références ci-dessus.

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Etage	Surface Pondérée (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	Revenu/m²
Tronçon 1	10080	RUE GRAND RUE 9	BREAK TIME	RC	27,5	01/04/2016	16000,08	582
Tronçon 1	10272	RUE DE LA REPUBLIQUE 27	ESPACELOGGIA EXPANSION	RC	86	31/12/2016	17 614	205
Tronçon 1	10272	RUE DE LA REPUBLIQUE 27	ESPACELOGGIA EXPANSION	ES	21	31/12/2016	4 242	202
Tronçon 1	10272	RUE DE LA REPUBLIQUE 27	ESPACELOGGIA EXPANSION	SS	22	31/12/2016	3 143	143
Tronçon 1	10254	RUE DE LA REPUBLIQUE 4	LA PROVENCE SARL REZ DE CHAUSSEE	RC	29	29/10/2016	14 838	517
Tronçon 1	10254	RUE DE LA REPUBLIQUE 4	LA PROVENCE SARL REZ DE CHAUSSEE	SS	9	29/10/2016	3 733	415
Tronçon 1	10026	RUE CHEVALIER ROZE 13	AREZKI MOHAND & AREZKI RAMDANE- RDC	RC	57	29/09/2016	20 973	371
Tronçon 1	10026	RUE CHEVALIER ROZE 13	AREZKI MOHAND & AREZKI RAMDANE- RDC	-1	1	29/09/2016	56	111
Tronçon 1	10026	RUE CHEVALIER ROZE 13	AREZKI MOHAND & AREZKI RAMDANE- RDC	-1	11	29/09/2016	2 412	219
Tronçon 1	10264	RUE DE LA REPUBLIQUE 16	TUI FRANCE	RC	100	31/08/2016	37 879	379
Tronçon 1	10264	RUE DE LA REPUBLIQUE 16	TUI FRANCE	-1	40	31/08/2016	12 121	303
Tronçon 1	10276	RUE DE LA REPUBLIQUE 31	KING JOUET	RC	86	01/08/2016	13 360	156
Tronçon 1	10274	RUE DE LA REPUBLIQUE 29	KING JOUET	RC	253	01/08/2016	39 360	156
Tronçon 1	10274	RUE DE LA REPUBLIQUE 29	KING JOUET	RC	240	01/08/2016	37 380	156
Tronçon 1	10274	RUE DE LA REPUBLIQUE 29	KING JOUET	SS	40	01/08/2016	5 238	131
Tronçon 1	10274	RUE DE LA REPUBLIQUE 29	KING JOUET	SS	36	01/08/2016	4 660	129
Tronçon 1	10264	RUE DE LA REPUBLIQUE 16	HENNES ET MAURITZ	RC	249	01/01/2016	60 400	243
Tronçon 1	10088	RUE HENRI ROCCA 3	HENNES ET MAURITZ	RC	37	01/01/2016	8 997	243
Tronçon 1	10266	RUE DE LA REPUBLIQUE 18	HENNES ET MAURITZ	RC	404	01/01/2016	98 191	243
Tronçon 1	10264	RUE DE LA REPUBLIQUE 16	HENNES ET MAURITZ	-1	31	01/01/2016	8 382	270
Tronçon 1	10086	RUE HENRI BARBUSSE 5	HENNES ET MAURITZ	-1	7	01/01/2016	1 890	270
Tronçon 1	10088	RUE HENRI ROCCA 3	HENNES ET MAURITZ	-1	4	01/01/2016	1 107	277
Tronçon 1	10266	RUE DE LA REPUBLIQUE 18	HENNES ET MAURITZ	-1	62	01/01/2016	16 906	273
							MOYENNE	261 €
							MEDIANE	243 €

Tout comme celles du tronçon 3.

Tronçon esc	Codimm	Adresse	Locataire	Etage	Surface Pondérée (m²)	Début de bail	Revenu brut (€) constaté	Revenu/m²
Tronçon 3	10060	RUE FAUCHIER 50	ASHBAY COMMUNICATIO	RC	118	16/06/2016	34200	290
Tronçon 3	10097	PLACE DE LA JOUETTE 5	CABANON	RC	92	15/02/2016	22000	239
							MOYENNE	264 €
							MEDIANE	264 €

Nous avons relevé des ventes de locaux commerciaux intervenues sur le marché marseillais dans le secteur :

Date	Adresse	Type	Surface	Montant	Prix /m ²	Remarques
03/04/2017	12 COURS JEAN BALLARD (MARSEILLE)	Local commercial	68 m ²	170 000 €	2 500 €	
30/03/2017	1 du lycée (marseille)	Local commercial	64 m ²	870 000 €	13 594 €	
28/02/2017	6 RUE SAINTE (MARSEILLE)	Local commercial	68 m ²	467 000 €	6 868 €	1948/1969
02/02/2017	5 COURS ST LOUIS (MARSEILLE)	Local commercial	56 m ²	170 000 €	3 036 €	
16/01/2017	4 dumarsais (marseille)	Local commercial	13 m ²	15 000 €	1 154 €	
10/11/2016	d'aubagne (marseille)	Local commercial	50 m ²	60 000 €	1 200 €	
02/11/2016	30-32 COURS D'ESTIENNE D'ORVES (MARSEILLE)	Local commercial	50 m ²	60 000 €	1 200 €	1948/1969
02/11/2016	30-32 cours d'estienne d'orves (marseille)	Local commercial	60 m ²	130 000 €	2 167 €	
03/10/2016	18 moustier (marseille)	Local commercial	70 m ²	59 000 €	843 €	
30/09/2016	35 longue des capucins (marseille)	Local commercial	54 m ²	80 000 €	1 481 €	
23/09/2016	38 GRANDE RUE (MARSEILLE)	Local commercial	38 m ²	60 000 €	1 579 €	
23/08/2016	32 PAVILLON (MARSEILLE)	Local commercial	46 m ²	310 000 €	6 739 €	
06/07/2016	12 lieutaud (marseille)	Local commercial	20 m ²	21 900 €	1 095 €	
23/06/2016	9 RUE CARTIERS (MARSEILLE)	Local commercial	32 m ²	65 000 €	2 031 €	
23/06/2016	19 RUE COUTELLERIE (MARSEILLE)	Local commercial	160 m ²	440 000 €	2 750 €	
27/05/2016	12 COURS JEAN BALLARD (MARSEILLE)	Local commercial	84 m ²	180 000 €	2 143 €	
17/05/2016	42 rue d'aubagne (marseille)	Local commercial	28 m ²	31 000 €	1 107 €	
17/05/2016	118 la canebiere (marseille)	Local commercial	114 m ²	215 000 €	1 886 €	
11/05/2016	12 RUE SAINTE (MARSEILLE)	Local commercial	31 m ²	135 000 €	4 355 €	
10/05/2016	34 RUE ST FERREOL (MARSEILLE)	Local commercial	101 m ²	1 200 000 €	11 881 €	1948/1969
La moyenne ressort à				3 480 €/m²		
La médiane ressort à				2 087 €/m²		

Annexe 5 : Analyse comparative CBRE vs experts historiques

ANALYSE COMPARATIVE DES EVALUATIONS DE CBRE VALUATION ET DES EXPERTS EN CHARGE DES EVALUATIONS AU 31 DECEMBRE 2016

La société ANF a sélectionné un troisième expert en vue de réaliser des expertises nouvelles au 30 juin 2017 sur des actifs précédemment actualisé au 31 décembre 2017.

Afin de comprendre les écarts nous avons procédé à une analyse comparative des deux évaluations.

Cette démarche d'analyse comparative a consisté à :

- ✓ Comparer les valeurs locatives retenues pour chaque nature immobilière par chacune des sociétés d'expertise en évaluation immobilière,
- ✓ Comparer les bases de revenus brut avant tout application de plus ou value financière ou abattement,
- ✓ Comparer les taux de rendement retenus pour chaque nature immobilière,
- ✓ Comparer les valeurs vénales métriques retenues par BNPP à la valeur métrique moyenne retenue puisque nous ne disposons pas du détail de CBRE à ce titre.

Immeuble par immeuble les écarts sont mesurés pour CBRE avec les valeurs rendues au 30 juin 2017 et pour les experts antérieurs les valeurs au 31 décembre 2017.

S'agissant de CBRE nous avons travaillé à partir du tableau détaillé mais sans connaissance des rapports rendus et donc des conditions de mise en œuvre des plus ou moins-values financières et des abattements.

S'agissant de JLL et de BNPP nous sommes partis des documents figurant sur la dataroom à savoir les rapports de synthèse pour JLL et pour BNPP le rendu feuille unique décembre 2016.

Analyse comparative des évaluations de JLL et de CBRE :

L'analyse comparative pour chaque immeuble a été la suivante :

10019 à 10025 et 10158	11 rue Chevalier Roze/ Rue de la Mu	JLL	CBRE	Différence
Valeur locative de	Commerce	157 -240 €/m ²	120 -150 €/m ²	
	Revenu retenu	161 583 €	145 919 €	-9,7%
Taux de rendement	Commerce	6,35%	6,00%	
Comparaison	Commerce	3 461 €/m ²	3 100 €/m ²	-11,6%
	Valorisation retenue	2 111 801 €	1 811 000 €	-14,2%

ilôt 6	13-23 rue Chevalier Roze/ Grand Ru	JLL	CBRE	Différence
Valeur locative de	Commerce	157 -240 €/m ²	50 -200 €/m ²	
	Revenu retenu	161 583 €	145 919 €	-9,7%
Taux de rendement	Commerce	6,35%	5,91%	
Comparaison	Commerce	3 461 €/m ²	3 100 €/m ²	-11,6%
	Valorisation retenue	2 492 471 €	1 845 000 €	-26,0%

10253	14 rue Pytheas	JLL	CBRE	Différence
Valeur locative	Commerce	322 €/m ²	50 -200 €/m ²	
	Revenu retenu	107 620 €	145 919 €	35,6%
Taux de rendement	Commerce	6,90%	5,91%	
Comparaison	Commerce	4 282 €/m ²	3 100 €/m ²	-38,1%
	Valorisation retenue	1 428 490 €	2 275 000 €	59,3%

10409	14-16 rue Jean Trinquet	JLL	CBRE	Différence
Valeur locative	119 Parkings vacants	1 750 €	1 000 €	-42,9%
	Revenu retenu	208 250 €	119 000 €	-42,9%
Taux de rendement	119 Parkings vacants	6,80%	5,00%	
Comparaison	119 Parkings vacants	22 073 €/m ²	18 000 €	-22,6%
	Valorisation retenue	2 626 709 €	2 126 000 €	-19,1%

10332	4 place Sadi Carnot	JLL	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Commerce		350 - 400 €/m ²	
	Bureau		180 - 200 €/m ²	
	Habitation	120 - 190 €/m ²	108 -162 €/m ²	
	Revenu retenu	1 285 868 €	1 132 601 €	-11,9%
Taux de rendement	Commerce	5,15%	4,75%	
	Bureau	6,30%	6,50%	
	Habitation	4,45%	4,25%	
Méthode par comparaison	Commerce	NC	3 384 €/m ²	
	Bureau	NC		
	Habitation	2 600 - 3 350 €/m ²		
	Valorisation retenue	20 123 125 €	19 057 000 €	-5,3%

CBRE a retenu une approche des valeurs locatives commerciales plus basse que celles de JLL. De même pour l'habitation CBRE a été moins élevé en matière de valeur locative de marché.

Il en résulte donc une base de capitalisation plus faible de 12% pour CBRE.

CBRE a été plus agressif en matière de taux de rendement et l'écart final sur les valeurs vénales retenus est plus faible puisqu'il s'établit à 5,8%.

JLL	Valorisation retenue	28 782 596 €	27 114 000 €	-5,8%
-----	----------------------	--------------	--------------	-------

Analyse comparative des évaluations de BNPP et de CBRE :

L'analyse comparative pour chaque immeuble a été la suivante :

10038		10 rue des Consuls	BNPP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Bureau		170 €/m ²	0 €/m ²	
	Habitation		156 €/m ²	108 - 126 €/m ²	
Revenu retenu			138 279 €	69 251 €	-49,9%
Taux de rendement	Bureau		6,25%	4,75%	
	Habitation		4,40%	4,75%	
Méthode par comparaison	Bureau		1 600 €	1 960 €/m ²	
	Habitation		3 800 €		
Valorisation retenue			2 074 865 €	1 304 000 €	-37,2%
10020		2 rue du Chevalier Roze	BNPP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Commerces		250-325 €/m ²	150/200 €/m ²	
	Habitation		138/170€/m ²	20/162 €/m ²	
Revenu retenu			217 460 €	178 334 €	-18,0%
Taux de rendement	Commerce		6,00%	4,75%	
	Habitation		4,40%	4,50%	
Méthode par comparaison	Commerce		4 000 - 5 400 €	2 426 €/m ²	
	Habitation		2 000 - 4 000 €		
Valorisation retenue			4 195 897 €	3 370 000 €	-19,7%
10035		4 rue des Consuls	BNPP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Commerce		200 €/m ²	175 €/m ²	12,5%
	Bureau		170 €/m ²		
	Habitation		138 - 150 €/m ²	102 - 126 €/m ²	
Revenu retenu			189 673 €	115 610 €	-39,0%
Taux de rendement	Commerce		6,00%	5,00%	
	Bureau		7,50%	NC	
	Habitation		4,40%	4,75%	
Méthode par comparaison	Commerce		3 400 €/m ²	1 987 €/m ²	
	Bureau		1 600 €/m ²		
	Habitation		3 600 - 4 900 €/m ²		
Valorisation retenue			3 075 921 €	1 904 000 €	-38,1%
10333		5 place Sadi Carnot	BNPP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Commerce		600 €/m ²	300 - 400 €/m ²	
	Bureau		190 €/m ²	180 - 200 €/m ²	
	Habitation		156 - 162 €/m ²	108 - 162 €/m ²	
Revenu retenu			234 335 €	153 283 €	-34,6%
Taux de rendement	Commerce		5,25%	4,75%	
	Bureau		6,25%	6,25%	
	Habitation		4,40%	4,25%	
Méthode par comparaison	Commerce		9 000 €/m ²	3 172 €/m ²	
	Bureau		3 000 €/m ²		
	Habitation		3 000 € - 4 000 €/m ²		
Valorisation retenue			4 206 929 €	3 290 000 €	-21,8%

10036		6 rue des Consuls	EN PP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Commerce		325 €/m ²	175 €/m ²	
	Bureau		170 €/m ²	NC	
Revenu retenu			290 758 €	150 371 €	-48,3%
Taux de rendement	Commerce		6,00%	5,00%	
	Bureau		7,50%		
Méthode par comparaison	Commerce		5 800 €	4 281 €/m ²	
	Bureau		1 600 €		
Valorisation retenue			4 210 740 €	2 437 000 €	-42,1%
10256		7 rue de la république	EN PP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Commerce		700 €/m ²	250 - 500 €/m ²	
	Bureau		170 - 180 €/m ²	160 - 180 €/m ²	
	Habitation		162 €/m ²	20 - 138 €/m ²	
Revenu retenu			387 548 €	313 411 €	-19,1%
Taux de rendement	Commerce		5,25%	4,81%	
	Bureau		6,25%	6,25%	
	Habitation		4,40%	4,25%	
Méthode par comparaison	Commerce		9 000 €/m ²	2 955 €/m ²	
	Bureau		2 800 €/m ²		
	Habitation		2 000 € - 4 000 €/m ²		
Valorisation retenue			6 893 395 €	5 327 000 €	-22,7%
10338		7 rue Saint Victoret	EN PP	CBRE	Différence
Valeur locative	6 Parkings vacants		1 242 €/m ²	1 000 €/m ²	
Revenu retenu			7 452 €	6 000 €	-19,5%
Taux de rendement	6 Parkings vacants		6,00%	5,00%	
Comparaison	6 Parkings vacants		20 700 €/m ²	18 000 €	
Valorisation retenue			118 449 €	107 000 €	-9,7%
10037		8 rue des Consuls	EN PP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Habitation		138 - 150 €/m ²	102 - 126 €/m ²	
	Bureau		170 €/m ²	160 €/m ²	
Revenu retenu			208 415 €	203 976 €	-2,1%
Taux de rendement	Habitation		4,25% - 4,40%	4,75%	
	Bureau		7,50%	6,75%	
Méthode par comparaison	Habitation		3 300 - 4 200 €/m ²	1 548 €/m ²	
	Bureau		1600 - 1 900 €/m ²		
Valorisation retenue			3 222 129 €	4 775 000 €	48,2%
10080		9 Grand Rue	EN PP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Commerce		300 €/m ²	200 €/m ²	
	Bureau		175 €/m ²	180 €/m ²	
	Habitation		138 - 150 €/m ²	20 - 200 €/m ²	
Revenu retenu			264 649 €	242 288 €	-8,4%
Taux de rendement	Commerce		5,25% - 6%	4,80%	
	Bureau		6,25%	6,25%	
	Habitation		4,25% - 5%	4,25%	
Méthode par comparaison	Commerce		4 600 - 6500 €/m ²	2 941 €/m ²	
	Bureau		2 800 €/m ²		
	Habitation		3 600 € - 4 600 €/m ²		
Valorisation retenue			5 002 767 €	4 729 000 €	-5,5%

10258	9 rue de la République	ENPP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Commerce	700 €/m ²	200 €/m ²	
	Bureau	144 -170 €/m ²	120 -160 €/m ²	
	Habitation	138 -150 €/m ²	20 -200 €/m ²	
Revenu retenu		226 241 €	195 131 €	-13,8%
Taux de rendement	Commerce	5,25% - 5,5%	4,80%	
	Bureau	6,25%	6,25%	
	Habitation	4,4% - 5,5%	4,25%	
Méthode par comparaison	Commerce	9 000 €/m ²	3 143 €/m ²	
	Bureau	2 600 € - 3 400 €/m ²		
	Habitation	2 000 € - 4 700 €/m ²		
Valorisation retenue		4 097 333 €	3 475 000 €	-15,2%
10081	11 Grand Rue	ENPP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Commerce	300 €/m ²	200 €/m ²	
	Habitation	120 -168 €/m ²	20 -138 €/m ²	
Revenu retenu		153 298 €	143 030 €	-6,7%
Taux de rendement	Commerce	5,25%	4,80%	
	Habitation	4,25% - 4,4%	4,25%	
Méthode par comparaison	Commerce	4 200 - 5700 €/m ²	2 775 €/m ²	
	Habitation	3 300 € - 4 200 €/m ²		
Valorisation retenue		3 220 983 €	2 810 000 €	-12,8%
10259	11 rue de la République	ENPP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Commerce	700 €/m ²	400 €/m ²	
	Bureau	180 €/m ²	150 €/m ²	
	Habitation	144 -168 €/m ²	20 -162 €/m ²	
Revenu retenu		486 498 €	398 727 €	-18,0%
Taux de rendement	Commerce	5,25% - 5,5%	4,75%	
	Bureau	6,25%	6,25%	
	Habitation	4,4% - 5,5%	4,25%	
Méthode par comparaison	Commerce	11 000 €/m ²	3 292 €/m ²	
	Bureau	2 800 €/m ²		
	Habitation	2 000 € - 4 000 €/m ²		
Valorisation retenue		9 052 775 €	7 501 000 €	-17,1%
10262	13-15 rue de la République	ENPP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Commerce	700 €/m ²	400 €/m ²	
	Bureau	180 €/m ²	180 -190 €/m ²	
	Habitation	144 -168 €/m ²	20 -162 €/m ²	
Revenu retenu		450 580 €	384 640 €	-14,6%
Taux de rendement	Commerce	5,25% - 5,5%	5,25%	
	Bureau	6,25%	6,25%	
	Habitation	4,25% - 4,5%	4,25%	
Méthode par comparaison	Commerce	9000 €-15 500 €	3 225 €/m ²	
	Bureau	3 000 €/m ²		
	Habitation	1 700 € - 4 500 €/m ²		
Valorisation retenue		8 828 016 €	7 297 000 €	-17,3%

10265	17 rue de la République	ENPP	CBRE	Différence
Valeur locative de marché	Commerce	700 €/m ²	400 €/m ²	
	Bureau	180 €/m ²	110 -180 €/m ²	
	Habitation	132 -180 €/m ²	114 -120 €/m ²	
Revenu retenu		336 922 €	305 766 €	-9,2%
Taux de rendement	Commerce	5,25%	4,75%	
	Bureau	6,25%	6,25%	
	Habitation	4,25% - 4,5%	4,25%	
Méthode par comparaison	Commerce	14 000 €/m ²	3 556 €/m ²	
	Bureau	2 900 €/m ²		
	Habitation	2 900 € - 3 800 €/m ²		
Valorisation retenue		5 660 766 €	4 555 000 €	-19,5%

Globalement BNPP a des valeurs locatives pour tous les compartiments immobiliers supérieures à celle de CBRE et ce qu'il s'agisse de l'habitation, du commerce et du bureau.

L'écart entre les bases de revenus servant à la capitalisation est donc élevé.

ENPP	Revenu retenu	3 592 108 €	2 859 818 €	-20,4%
------	---------------	-------------	-------------	--------

BNPP est assez proche de CBRE sur le choix des taux de rendement. A la différence de JLL il n'a pu rattraper qu'une partie de l'écart avec le revenu capitalisé.

D'autant que BNPP utilise une approche par comparaison pour les locaux commerciaux consistant à transposer les résultats de l'approche par capitalisation.

ENPP	Valorisation retenue	63 860 965 €	52 881 000 €	-17,2%
------	----------------------	--------------	--------------	--------

Conclusions

Les écarts de revenus retenus sont significatifs.

JLL	Revenu retenu	1 924 904 €	1 689 358 €	-12,2%
BNPP	Revenu retenu	3 592 108 €	2 859 818 €	-20,4%
JLL + BNPP	Revenu retenu	5 517 012 €	4 549 176 €	-17,5%

L'écart entre les deux experts est conforme à l'écart pondéré moyen enregistré par MSCI en 2016.

JLL	Valorisation retenue	28 782 596 €	27 114 000 €	-5,8%
BNPP	Valorisation retenue	63 860 965 €	52 881 000 €	-17,2%
JLL + BNPP	Valorisation retenue	92 643 561 €	79 995 000 €	-13,7%

Toutefois on note que l'écart entre CBRE et BNPP est assez important.