

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
SUR L'EQUITE DE LA PARITE DE FUSION
PROPOSEE AUX ACTIONNAIRES
DE LA SOCIETE ANF IMMOBILIER**

ATTESTATION D'EQUITE

PROJET DE FUSION PAR ABSORPTION
D'ANF IMMOBILIER PAR ICADE



1. PREAMBULE	1
Intervention du cabinet JPA	1
Indépendance.....	2
Limitations.....	2
2. PRESENTATION DE L'OPERATION	3
Sociétés parties à l'opération.....	3
Contexte de l'opération	6
Diligences effectuées.....	7
3. PRESENTATION DES SOCIETES PARTIES A L'OPERATION.....	8
Présentation de la société ANF IMMOBILIER	8
Structure capitalistique	8
Nombre d'actions dilué	9
Structure du Groupe	11
Structure du portefeuille immobilier	11
Performances historiques	13
Présentation de la société ICADE.....	17
Structure capitalistique	17
Nombre d'actions dilué	18
Structure du Groupe	19
Structure du portefeuille	19
Performances historiques	20
4. EVALUATION DES SOCIETES PARTIES A L'OPERATION	26
Méthodologie et données d'évaluation.....	26
Référentiels comptables et expertises immobilières	26
Expertises immobilières	27
Régime SIIC	27
Comptes de référence pour l'évaluation	28
Nombre d'actions	28
Méthodes d'évaluation écartées.....	29
Actualisation des dividendes futurs	29
Actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)	30
Actif net comptable (ANC)	30
Méthodes d'évaluation retenues	31
Référence au cours de bourse	31
L'Actif Net Réévalué triple net EPRA	36
Transactions comparables	39

Comparables boursiers	41
5. SYNTHÈSE DES EVALUATIONS ET PARITE DE FUSION.....	45
Synthèse évaluation ANF IMMOBILIER	45
Synthèse évaluation ICADE.....	46
Synthèse parité de fusion et dilution implicite	47
6. ANALYSE DES TRAVAUX D'EVALUATION DU PROJET DE TRAITE	50
Référence au cours de bourse des entités.....	50
Référence à l'ANR EPRA Triple Net	51
Approche par les multiples comparables boursiers	52
Eléments non pris en compte dans les travaux d'évaluation annexés au projet de traité de fusion.....	52
7. CONCLUSION SUR L'EQUITE DE LA PARITE PROPOSEE	54

Rapport de l'expert indépendant sur l'équité de la parité de fusion proposée aux actionnaires de la société ANF IMMOBILIER

1. PREAMBULE

Dans le cadre de l'opération de fusion envisagée par l'absorption de la société ANF IMMOBILIER par la société ICADE, nous vous présentons ci-après les diligences que nous avons effectuées dans le cadre de notre désignation. L'opération de fusion envisagée est la dernière étape d'un processus plus global d'intégration de la société ANF IMMOBILIER au groupe ICADE ayant débuté au mois de juillet 2017.

Le contexte de l'opération envisagée n'impose en rien la désignation d'un expert indépendant au sens du Règlement général de l'AMF. Nous avons été désignés de façon volontaire pour l'établissement de cette attestation d'équité. Les travaux effectués nous conduisent à conclure sur le caractère équitable de la parité de fusion proposée aux actionnaires de la société ANF IMMOBILIER.

Intervention du cabinet JPA

Le cabinet JPA a été désigné le 8 février 2018 par le Conseil de Surveillance de la société ANF IMMOBILIER sur recommandation de son comité ad hoc, en qualité d'expert indépendant ayant pour mission de l'assister dans l'appréciation du caractère équitable de la parité de fusion envisagée. Cette désignation est faite sur une base volontaire, le contexte de l'opération ne la rendant nullement obligatoire.

Notre mission consiste à nous prononcer sur le caractère équitable de la parité de fusion envisagée, en nous positionnant formellement pour la conduite et la conclusion de nos travaux dans le cadre des articles 261-1 et suivants du Règlement général de L'AMF.

Indépendance

Le cabinet JPA, ainsi que ses associés, confirment leur indépendance au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et attestent de l'absence de tout lien passé, présent ou futur avec les personnes impliquées dans l'opération envisagée, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans l'exécution de cette mission.

Le cabinet JPA, ainsi que ses associés, ne se trouvent dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08.

Le cabinet JPA dispose des moyens humains et matériels nécessaires à la réalisation de la mission qui lui a été confiée.

Limitations

Dans le cadre de l'exécution de notre mission nous nous sommes appuyés sur des informations et des documents communiqués par les parties à l'opération et leurs conseils ainsi que des informations publiques. Nous nous sommes également appuyés sur nos propres bases financières. Les données financières utilisées dans la mise en œuvre des différentes méthodes proviennent de la base de données Thomson Reuters.

Conformément aux pratiques en matière d'expertise indépendante nos travaux n'avaient pas pour objet d'auditer les comptes des sociétés parties à l'opération et de leurs filiales. Les informations financières qui nous ont été communiquées n'ont fait l'objet de notre part d'aucune revue ou vérification indépendante. Nous considérons que les données financières et juridiques qui nous ont été communiquées étaient exactes, fiables et transmises de bonne foi.

Dans ces conditions le cabinet JPA, expert indépendant, ne peut être tenu responsable du fait que ces données soient inexactes ou erronées, le cabinet JPA ne peut garantir l'exactitude des estimations et des informations fournies.

2. PRESENTATION DE L'OPERATION

Sociétés parties à l'opération

Présentation de la société absorbante

ICADE est une société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé 27, rue Camille Desmoulins – 92130 - Issy les Moulineaux. Son capital social s'élève à 112 966 652,03 €. La société est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 582 074 944.

La société, selon ses statuts a pour activité :

- l'acquisition, la construction, l'exploitation, sous quelque forme que ce soit, de tous biens, terrains et droits immobiliers ou immeubles situés en France ou à l'étranger, et notamment de tous locaux d'activités, bureaux, commerces, habitations, entrepôts ou salles de ventes publiques, restaurants, débits de boissons, de toutes voies de communication, de toutes valeurs mobilières, droits sociaux et de tous patrimoines, pouvant constituer l'accessoire ou l'annexe desdits biens ;
- la réalisation de toutes études tant pour son propre compte que pour celui de ses filiales ou de tiers, se rapportant à cette activité ;
- toutes opérations de transport, transit, manutention, commission de transport, d'auxiliaire des transports et activités annexes ;
- toutes assistances et tous services d'ordre administratif, comptable, financier et de gestion à l'ensemble des filiales et participations, ainsi que l'apport aux sociétés de son groupe de tous moyens matériels ou financiers notamment par la réalisation d'opérations de trésorerie, assurant ou favorisant leur développement ainsi que toutes réalisations ou concours à toutes études économiques, techniques, juridiques, financières ou autres, sans restriction autre que le respect de la législation en vigueur ;

- l'activité d'agent immobilier, et tout ce qui est relatif à la négociation mobilière, immobilière ou commerciale en qualité d'intermédiaire ; à cet effet, la création, l'acquisition, la prise à bail, l'installation, l'exploitation de tous établissements se rapportant à l'activité d'agent immobilier ;
- l'exercice de tout mandat de gestion immobilière et notamment le recouvrement de loyers et charges auprès de locataires ;
- toutes opérations liées à l'exploitation d'immeubles ou services rendus aux occupants d'immeubles ;
- la prise de participation ou d'intérêt direct ou indirect de la société à toutes activités ou opérations industrielles, commerciales ou financières, mobilières ou immobilières, en France ou à l'étranger, de toute nature, sous quelque forme que ce soit, créées ou à créer, dès lors que ces activités ou opérations peuvent se rattacher directement ou indirectement à l'objet social ou à tous objets similaires, connexes ou complémentaires ;
- et, plus généralement, toutes opérations de quelque nature qu'elles soient, économiques ou juridiques, financières, civiles ou commerciales, pouvant se rattacher, directement ou indirectement à cet objet social ou à tous objets similaires, connexes ou complémentaires.

La société ICADE est une société d'investissement immobilier cotée (SIIC) dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000035081.

Présentation de la société absorbée

ANF IMMOBILIER est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance, dont le siège social est situé 27, rue Camille Desmoulins – 92130 – Issy les Moulineaux. Son capital social s'élève à 19 009 271 €. La société est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 568 801 377.

La société ANF IMMOBILIER selon ses statuts a pour activité :

- l'acquisition par voie d'achat, d'échange, d'apport en nature ou autre, ainsi que la prise à bail ou en emphytéose, de tous immeubles, bâtis ou non bâtis ;
- la construction d'immeubles et toutes opérations ayant un rapport direct ou indirect avec la construction de ces immeubles ;
- le financement des acquisitions et des opérations de construction ;
- l'exploitation, par location ou autrement, l'administration et la gestion de tous immeubles pour son compte ou pour le compte de tiers ;
- l'aliénation de tous biens ou droits immobiliers par voie de vente, échange, apport ou autre ;
- la fourniture de toutes prestations de service à tout organisme ou société du groupe auquel elle appartient ;
- l'acquisition, la gestion et la cession, par tous moyens, de toutes participations minoritaires ou de contrôle, et plus généralement de tous titres, cotés ou non, et de tous droits mobiliers ou immobiliers, français et étrangers, dans toutes sociétés ou organismes dont les activités sont en rapport avec l'objet social ;
- l'octroi de cautions, avals et garanties afin de faciliter le financement de filiales ou de sociétés dans lesquelles la société détient une participation ;
- et plus généralement toutes opérations mobilières, immobilières, financières, industrielles ou commerciales, se rattachant directement ou indirectement à l'un de ces objets ou à tout objet similaire ou connexe et susceptibles d'en faciliter le développement et la réalisation.

La société ANF IMMOBILIER est une société d'investissement immobilier cotée (SIIC) dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000063091.

Contexte de l'opération

La société ANF IMMOBILIER était détenue au 30 juin 2017 majoritairement par la société EURAZEO à hauteur de 50,48 % de son capital social et de 53,73 % de ses droits de vote. Ce bloc majoritaire a fait l'objet par la société ICADE d'un rachat hors marché le 23 octobre 2017 suivant le protocole conclu le 22 juillet 2017.

Le 13 novembre 2017, la société ICADE a également acquis hors marché la participation détenue par la Caisse d'Epargne CEPAC au capital de la société ANF IMMOBILIER se composant de 1.219.914 actions et correspondant à 6,42% de son capital social et à 6,39% des droits de vote.

En conséquence de la transaction avec EURAZEO, la société ICADE a franchi les seuils des 30% et des 50% de détention du capital social et des droits de vote de la société ANF IMMOBILIER entraînant pour ce nouvel actionnaire l'obligation de déposer une offre publique d'achat suivant les mêmes conditions.

L'acquisition de cette participation majoritaire au capital de la société ANF IMMOBILIER était conditionnée à la cession préalable d'une partie significative du patrimoine historique marseillais d'ANF IMMOBILIER et de l'immeuble de la banque de France à Lyon. Dans le cadre de cette première opération, le prix par action de l'offre publique d'achat obligatoire a été fixé à 22,15 euros.

À l'issue de l'offre publique d'achat qui s'est clôturée le 6 décembre 2017, la société ICADE détenait 84,65 % du capital de la société ANF IMMOBILIER. Au 31 décembre 2017 et suite à l'acquisition par ICADE de titres ANF IMMOBILIER sur le marché à partir du 19 décembre 2017, la société ICADE détenait 85,17% du capital et de 84,91% des droits de vote d'ANF IMMOBILIER.

Dans ces conditions, ICADE envisage d'absorber la société ANF IMMOBILIER, sur la base d'une parité de fusion arrêtée à l'aide des critères de valorisation usuels et des conditions économiques actuelles. La note d'information ayant reçu le visa de l'AMF n°17-587 du 14 novembre 2017 émise par ICADE dans le cadre de l'offre publique d'achat précisait l'éventualité de l'opération envisagée :

"L'Initiateur (ICADE) 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 [instances représentatives du personnel] 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."

Le présent rapport concerne notre opinion sur le caractère équitable de la parité proposée aux actionnaires de la société ANF IMMOBILIER dans le cadre de l'opération de fusion envisagée.

Diligences effectuées

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nos diligences ont principalement consisté pour chacune des sociétés parties à l'opération :

- à prendre connaissance du contexte de l'opération envisagée,
- à analyser l'activité des sociétés,
- à prendre connaissance des états financiers les plus récents des entités ainsi que des informations financières disponibles,
- à examiner les estimations des expertises relatives au patrimoine des entités parties à l'opération,
- à mettre en œuvre une valorisation multicritères des entités dans l'objectif d'analyser la fourchette de parité,
- à examiner la parité proposée dans le projet de traité de fusion,

- à rédiger une attestation d'équité exposant nos travaux et notre opinion sur le caractère équitable de la parité proposée,
- à nous entretenir avec le management des sociétés ANF IMMOBILIER et ICADE afin de comprendre le contexte de l'opération envisagée et la situation financière des entités parties à l'opération.

3. PRESENTATION DES SOCIETES PARTIES A L'OPERATION

Présentation de la société ANF IMMOBILIER

Structure capitalistique

ANF immobilier est une société anonyme à conseil de surveillance et à directoire dont le siège social est situé au 27, rue Camille Desmoulins à Issy Les Moulineaux 92130, elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 568 801 377.

Le capital de la société ANF immobilier s'élève à 19 009 271 €, il se compose de 19 009 271 actions admises aux négociations sur le marché Euronext Paris, compartiment B, sous le code ISIN FR0000063091.

Le capital de la société au 31 décembre 2017 ; (i) après acquisition du bloc majoritaire détenu par Eurazeo, (ii) après acquisition du bloc CEPAC, (iii) après clôture de l'offre publique et (iv) après acquisition de titres sur le marché du 19 décembre 2017 au 31 décembre 2017 ; se décompose de la façon suivante :

ANF actionnaires au 31 décembre 2017	Actions	% du capital	Droits de vote	% droits de vote
ICADE	16 190 546 ^F	85,17%	16 190 546	84,91%
SGC Percap	772 818	4,07%	772 818	4,05%
Flottant	1 223 976	6,44%	1 282 667	6,73%
Auto-détention	821 931	4,32%	821 931	4,31%
TOTAL	19 009 271	100,00%	19 067 962	100,00%

La part des droits de vote est déterminée sur la base de l'ensemble des actions, incluant les actions privées de droit de vote conformément à l'article L233-8-II du code de commerce, et cela conformément à l'article 233-11 du règlement général de l'AMF.

Nombre d'actions dilué

Dans le cadre de la détermination de la parité, les calculs sont effectués sur la base d'un nombre d'actions dilué hors auto-contrôle au 31 décembre 2017 et communiqué par la société dans le cadre de la publication de ses comptes annuels consolidés.

Le nombre d'actions est déterminé sur la base des actions émises composant le capital social, sous déduction des actions en auto-détention, augmenté des instruments de dilution émis par la société et susceptible d'accroître le nombre d'actions. Le nombre d'actions ainsi déterminé est utilisé par la société dans le cadre de la publication des résultats et de l'ANR triple net EPRA par action.

ANF IMMOBILIER a consenti des plans d'options d'actions. Au 31 décembre 2017, le nombre d'actions sous option s'établit de la façon suivante en fonction des caractéristiques des plans attribués :

- 50.737 options d'achat attribuées le 19 décembre 2008 et dont la période d'exercice s'étend du 19 décembre 2010 au 19 décembre 2018 au titre du plan 2008 ;
- 132.132 options d'achat attribuées le 14 décembre 2009 et dont la période d'exercice s'étend du 14 décembre 2011 au 14 décembre 2019 au titre du plan 2009 ;

- 162.889 options d'achat attribuées le 15 décembre 2010 et dont la période d'exercice s'étend du 15 décembre 2012 au 15 décembre 2020 au titre du plan 2010 ;
- 121.292 options d'achat attribuées le 22 décembre 2011 et dont la période d'exercice s'étend du 22 décembre 2013 au 22 décembre 2021 au titre du plan 2011 ;
- 31.626 options d'achat attribuées le 2 avril 2013 et dont la période d'exercice s'étend du 2 avril 2017 au 2 avril 2023 au titre du plan 2012 ;
- 65.263 options d'achat attribuées le 23 juin 2014 et dont la période d'exercice s'étend du 23 juin 2018 au 23 juin 2024 au titre du plan 2013 ;
- 37.500 options d'achat attribuées le 12 novembre 2014 et dont la période d'exercice s'étend du 12 novembre 2018 au 12 novembre 2024 au titre du plan 2014 ;

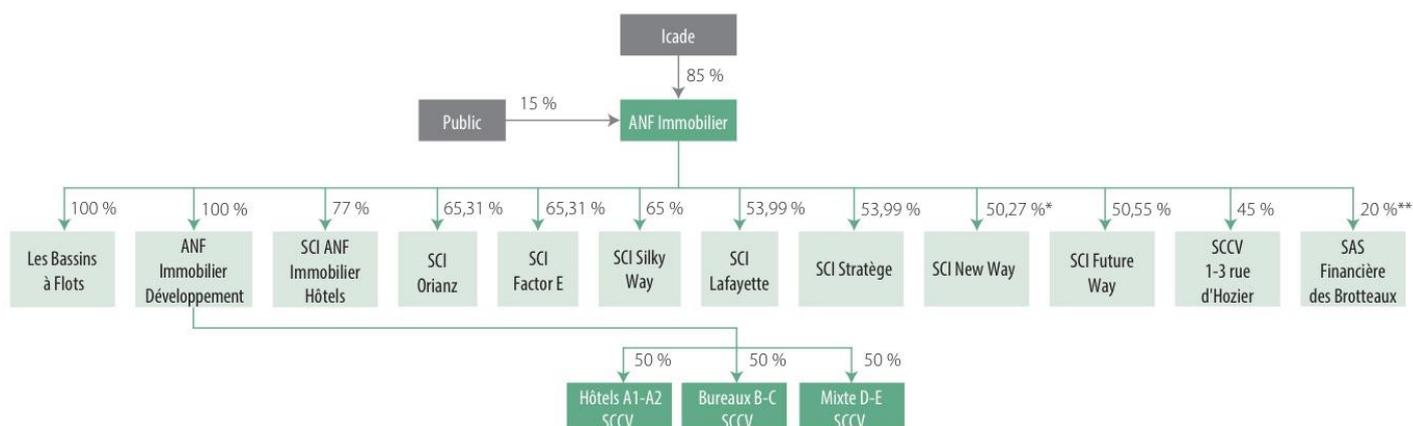
Ces plans d'options ne sont pas jugés dilutifs par le management de la société ANF IMMOBILIER. Le nombre d'actions dilué hors autocontrôle au 31 décembre 2017 publié par ANF IMMOBILIER, et que nous retenons par cohérence, est déterminé de la façon suivante :

ANF Nombre d'actions hors auto-contrôle et dilué au 31 décembre 2017

Actions constituant le capital social	19 009 271
Auto-détention	821 931
Nombre d'actions hors auto-contrôle	18 187 340
Instrumentes susceptibles d'être dilutifs	0
Nombre d'actions dilué hors auto-contrôle	18 187 340

Structure du Groupe

Nous présentons ci-dessous l'organigramme du Groupe ANF IMMOBILIER au 31 décembre 2017 tel que publié dans le rapport annuel 2017 :



Structure du portefeuille immobilier

Le patrimoine immobilier de la société ANF IMMOBILIER s'élève au 31 décembre 2017 à 647,8M€ (480M€ part du Groupe), contre 1 068M€ au 31 décembre 2016 (922M€ part du Groupe).

Cette variation s'explique principalement par la cession d'actifs historiques non stratégiques à Primonial REIM dans le cadre de la prise de contrôle majoritaire dans ANF IMMOBILIER par la société ICADÉ, et cela pour un montant de 400M€.

Ce patrimoine essentiellement tertiaire se compose d'une surface totale de 255 000m² (188 000m² part du Groupe) dont 67 000m² de projets en cours de développement. Au 31 décembre 2017, le patrimoine ANF IMMOBILIER permet de dégager 46,7 millions d'euros de loyers bruts consolidés. Ces loyers se répartissent pour 81% sur les bureaux, 2% sur les commerces, 16% sur les hôtels et 1% sur les parkings et autres.

Le portefeuille immobilier de la société ANF IMMOBILIER se compose de bureaux, d'hôtels, de commerces, d'habitations et de parkings et autres.

Répartition typologique des surfaces au 31/12/2017 part du Groupe	%
Bureau	80%
Commerce	3%
Habitation	1%
Hôtel	13%
Autres	3%
TOTAL	100%

Sur la base des surfaces en part du Groupe, le portefeuille immobilier de la société ANF IMMOBILIER est localisé à hauteur de 37% à Lyon, de 21% à Marseille, de 20% à Bordeaux et de 9% à Toulouse. La différence correspondant à la surface des hôtels.

La répartition du portefeuille immobilier de la société ANF en valeur d'expertise hors droit part du Groupe est la suivante :

Répartition typologique des valeurs au 31/12/2017 part du Groupe	%
Bureau	77%
Commerce	4%
Habitation	1%
Hôtel	14%
Autres	4%
TOTAL	100%

Performances historiques

Nous présentons ci-dessous les comptes consolidés de la société ANF IMMOBILIER au 31 décembre 2017 tels qu'ils ont été publiés et approuvés par les actionnaires de la société ANF IMMOBILIER.

Les évolutions significatives entre les comptes consolidés au 31 décembre 2017 et ceux au 31 décembre 2016 portent principalement :

- à l'actif sur la diminution d'un montant de 420,8 millions d'euros des immeubles de placement. Cette variation s'explique par la cession d'une part significative de son patrimoine marseillais et lyonnais à hauteur de 402 millions d'euros,
- au passif sur la diminution d'un montant de 281,9 millions d'euros qui résulte principalement du remboursement anticipé des dettes financières suite à la cession d'une part significative de son patrimoine marseillais et lyonnais,
- au compte de résultat figure une perte consolidée de 96,1 millions d'euros. Cette perte a pour principale origine le résultat négatif dégagé sur la cession des actifs évoquée dans les points ci-avant (- 102 millions d'euros).

(En milliers d'euros)	Note	31/12/2017	31/12/2016	Variations	31/12/2015
Actifs non courants					
Immeubles de placement	1	645 218	1 066 016	(420 798)	1 078 480
Immobilisations en-cours	1	430	0	430	0
Immeubles d'exploitation	1	1 459	1 533	(74)	1 649
Immobilisations incorporelles	1	186	238	(52)	175
Immobilisations corporelles	1	2 646	3 918	(1 272)	4 596
Actifs financiers non courants	1	734	2 133	(1 399)	10 776
Titres mis en équivalence		517	620	(103)	743
Instruments financiers dérivés	9	564	737	(172)	298
Total actifs non courants		651 756	1 075 195	(423 439)	1 096 716
Actifs courants					
Clients et comptes rattachés	2	3 873	5 158	(1 284)	3 481
Autres créances	2	13 557	10 627	2 930	6 570
Charges constatées d'avance	5	99	137	(38)	103
Instruments financiers dérivés	9	0	0	0	0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	4	66 410	35 144	31 265	23 448
Total actifs courants		83 939	51 066	32 873	33 603
Immeubles destinés à la vente	1	995	792	203	19 760
TOTAL ACTIFS		736 690	1 127 053	(390 363)	1 150 078

(source : comptes consolidés 2017 publiés)

(En milliers d'euros)

	Note	31/12/2017	31/12/2016	Variations	31/12/2015
Capitaux propres					
Capital	12	19 009	19 009	0	19 009
Primes d'émission, de fusion, d'apport		39 029	39 029	0	39 029
Actions propres	8	(21 536)	(23 037)	1 501	(23 713)
Réserve de couverture sur instruments financiers		(2 300)	(20 864)	18 564	(24 802)
Réserves sociales		185 722	203 907	(18 185)	183 774
Réserves consolidées		273 297	279 872	(6 575)	302 476
Résultat de l'exercice		(96 125)	(3 691)	(92 434)	18 556
Total capitaux propres part du Groupe		397 096	494 224	(97 128)	514 330
Intérêts minoritaires		34 147	25 897	8 250	14 575
Total capitaux propres		431 243	520 122	(88 879)	528 905
Passifs non courants					
Dettes financières	3	267 993	533 495	(265 502)	549 314
Instruments financiers dérivés	5	3 375	20 289	(16 915)	22 501
Provisions pour engagements de retraite	7	403	57	346	57
Dettes fiscales et sociales	3	0	0	0	0
Impôts différés passifs	13	147	0	147	0
Total passifs non courants		271 918	553 841	(281 922)	571 871
Passifs courants					
Fournisseurs et comptes rattachés	3	11 956	10 523	1 433	22 858
Part à court terme des dettes financières	3	6 571	23 290	(16 719)	10 914
Instruments financiers dérivés	9	0	0	0	0
Dépôts de garantie	3	5 226	6 340	(1 114)	6 497
Provisions à court terme	7	768	709	59	1 108
Dettes fiscales et sociales	3	5 239	11 121	(5 882)	6 235
Autres dettes	3	3 261	847	2 414	1 324
Produits constatés d'avance	6	507	260	247	367
Total passifs courants		33 528	53 090	(19 562)	49 302
Passifs sur immeubles destinés à la vente		0	0	0	0
TOTAL PASSIFS		736 690	1 127 053	(390 363)	1 150 078

(source : comptes consolidés 2017 publiés)

Compte de résultat consolidé

(En milliers d'euros)	31/12/2017	31/12/2016	Variations	31/12/2015
Chiffre d'affaires : loyers	46 650	51 239	(4 590)	49 155
Autres produits d'exploitation	9 077	8 806	271	6 014
Total des produits d'exploitation	55 726	60 045	(4 318)	55 168
Charges sur immeubles	(10 568)	(9 591)	(978)	(9 147)
Autres charges d'exploitation	(1 835)	(1 871)	36	(1 023)
Total des charges d'exploitation	(12 403)	(11 461)	(942)	(10 169)
Excédent brut d'exploitation des immeubles	43 323	48 584	(5 260)	44 999
Résultat de cession des actifs	(105 485)	6 640	(112 125)	7 329
Excédent brut d'exploitation des immeubles après cessions	(62 162)	55 224	(117 385)	52 329
Charges de personnel	(5 833)	(6 154)	321	(7 127)
Autres frais de gestion	(7 867)	(3 963)	(3 904)	(3 524)
Autres produits et transferts de charges	129	1 054	(924)	390
Autres charges	(1 104)	(956)	(148)	(2 982)
Amortissements	(425)	(870)	445	(744)
Autres provisions d'exploitation (net de reprises)	(459)	(1 017)	558	140
Résultat opérationnel (avant variation de valeur des immeubles)	(77 720)	43 318	(121 037)	38 482
Variation de valeur des immeubles	23 383	(10 710)	34 092	18 151
Résultat opérationnel (après variation de valeur des immeubles)	(54 337)	32 608	(86 945)	56 633
Frais financiers nets	(20 756)	(16 826)	(3 931)	(21 426)
Amortissements et provisions à caractère financier	0	324	(324)	99
Résultat sur instruments financiers	(15 420)	(5 969)	(9 451)	(913)
Quote-part des sociétés mises en équivalence	387	717	(330)	(553)
Résultat avant impôt	(90 127)	10 853	(100 980)	33 839
Impôts courants	6 486	(1 006)	7 492	(598)
Impôts différés	(147)	0	(147)	0
Résultat net consolidé	(83 788)	9 848	(93 636)	33 241
Dont intérêts minoritaires	12 336	13 538	(1 202)	14 685
Dont résultat net part du Groupe	(96 125)	(3 691)	(92 434)	18 556
Résultat net consolidé part du Groupe par action	(5,06)	(0,19)		1,00
Résultat net consolidé dilué part du Groupe par action	(5,06)	(0,19)		1,00

Le résultat par action est calculé sur la base du nombre moyen d'actions ordinaires

Compte de résultat simplifié chiffres EPRA (source : rapport annuel 2017)

En millions d'euros	31/12/2017		31/12/2016		31/12/2015	
	EPRA	IFRS	EPRA	IFRS	EPRA	IFRS
Loyers	46,6	46,7	51,2	51,2	49,2	49,2
Charges immobilières nettes	(3,8)	(3,8)	(3,7)	(3,7)	(4,0)	(4,0)
LOYERS NETS	42,9	42,9	47,6	47,6	45,1	45,1
<i>Marge</i>	91,9 %	91,9 %	92,8 %	92,8 %	91,8 %	91,8 %
Charges de structure	(14,4)	(14,4)	(9,8)	(9,8)	(12,2)	(12,9)
EBITDA	28,4	28,4	37,8	37,8	33,0	32,2
<i>Marge</i>	61,0 %	61,0 %	73,8 %	73,8 %	67,1 %	65,5 %
Résultat financier	(20,8)	(20,8)	(16,8)	(16,8)	(16,9)	(21,4)
Amortissements	-	(0,4)	-	(0,9)	-	(0,7)
Résultat JV et de cession	-	(82,1)	-	(4,1)	-	25,5
Autres	0,1	(15,3)	0,8	(5,2)	(0,2)	(1,7)
Impôts	6,3	6,3	(1,0)	(1,0)	(0,6)	(0,6)
Impact minoritaires	(3,8)	(12,3)	(7,4)	(13,5)	(5,2)	(14,7)
RÉSULTAT NET, PART DU GROUPE	10,4	(96,1)	13,3	(3,7)	10,0	18,6
Ajustement frais de structure (non récurrent)	5,3		1,4		2,6	
Ajustement résultat financier (non récurrent)	7,1		1,6		1,9	
Ajustement impôts (non récurrent)	(7,0)		-		-	
RÉSULTAT NET EPRA AJUSTÉ (PART DU GROUPE)	15,8		16,3		14,6	
Ajustement <i>prorata temporis</i> cession Primonial (non récurrent)	-		(0,5)		-	
RÉSULTAT NET EPRA AJUSTÉ CESSION PRIMONIAL (PART DU GROUPE)	15,8		15,8		14,6	
Cash-flow	20,1	7,7	23,6	21,0	20,6	10,8
EBITDA RÉCURRENT	33,8	28,4	38,8	37,8	35,6	32,2
LTV		22 %		42 %		43,0 %
Valeur du Patrimoine		648		1 068		1 101
ACTIF NET RÉÉVALUÉ TRIPLE NET		397		494		516

* Chiffres EPRA retraités des éléments non récurrents.

ANR triple net EPRA

(En millions d'euros)	2017	2016	Variation
EPRA NAV, part du Groupe	398,8	515,1	
Retraitement des instruments de couverture, part du Groupe	(2,3)	(20,9)	
EPRA NNAV, part du Groupe	396,5	494,2	
Nombre d'actions fin de période hors autocontrôle	18 187 340	18 120 345	
ANR EPRA/ACTION	21,9	28,4	- 23 %
ANR EPRA TRIPLE NET/ACTION	21,8	27,3	- 20 %

(source : rapport annuel 2017)

Présentation de la société ICADE

Structure capitalistique

ICADE est une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé au 27, rue Camille Desmoulins à Issy Les Moulineaux 92130, elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 582 074 944.

Le capital de la société ICADE s'élève à 112 966 652,03 €, il se compose de 74 111 186 actions admises aux négociations sur le marché Euronext Paris, compartiment A, sous le code ISIN FR0000035081.

Le capital de la société au 31 décembre 2017 se décompose de la façon suivante :

ICADE actionnaires au 31 décembre 2017	Nombre d'actions	% du capital
Caisse des dépôts	28 895 631	38,99%
Groupe Crédit Agricole Assurances	13 704 789	18,49%
Salariés	192 589	0,26%
Flottant	31 111 533	41,98%
Auto-détention	206 644	0,28%
TOTAL	74 111 186	100,00%

Nombre d'actions dilué

Dans le cadre de la détermination de la parité, les calculs sont effectués sur la base d'un nombre d'actions dilué hors autocontrôle au 31 décembre 2017 et communiqué par la société dans le cadre de la publication de ses comptes annuels consolidés.

Le nombre d'actions est déterminé sur la base des actions émises composant le capital social, sous déduction des actions en auto-détention (à la clôture ou moyenne annuelle) augmenté des instruments de dilution émis par la société et susceptible d'accroître le nombre d'actions. Le nombre d'actions ainsi déterminé est utilisé par la société dans le cadre de la publication des résultats et de l'ANR triple net EPRA par action.

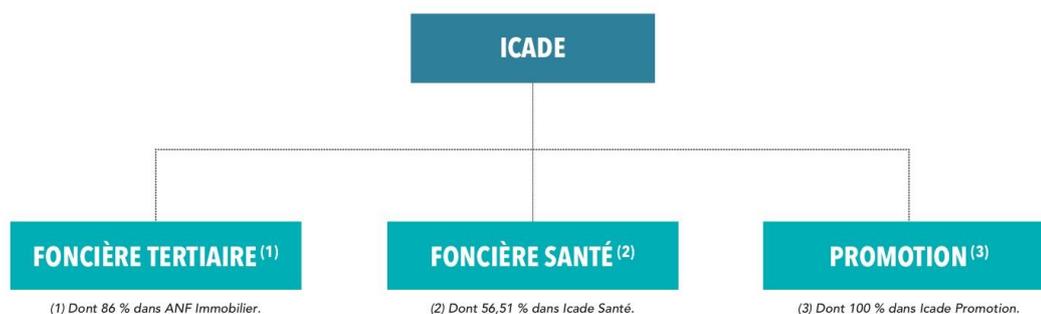
Le nombre d'actions dilué hors autocontrôle au 31 décembre 2017 retenu par la société dans le cadre de la publication des chiffres EPRA par action est déterminé de la façon suivante :

ICADE Nombre d'actions hors auto-contrôle et dilué au 31 décembre 2017	
Actions constituant le capital social	74 111 186
Auto-détention	206 644
Nombre d'actions hors auto-contrôle	73 904 542
Instruments de dilution non acquis	73 786
Nombre d'actions dilué hors auto-contrôle	73 978 328

Les instruments de dilution correspondent aux options de souscription d'actions et actions gratuites. L'impact total de ces instruments s'élève au 31 décembre 2017 à 73 786 actions.

Structure du Groupe

Nous présentons ci-dessous l'organigramme simplifié du Groupe ICADE au 31 décembre 2017 tel que publié dans les comptes consolidés :



Structure du portefeuille

Le patrimoine immobilier de la société ICADE s'élève au 31 décembre 2017 à 12 786,9M€ (10 810,6M€ part du Groupe), contre 11 285,3M€ (9 727,1M€ part du Groupe) au 31 décembre 2016.

Cette variation s'explique de façon significative mais non exclusive par l'intégration de la société ANF IMMOBILIER au 31 décembre 2017.

Le patrimoine de la société ICADE est structuré autour du pôle tertiaire, du pôle santé et du pôle promotion. Ce patrimoine se compose au 31 décembre 2017 d'un total de 725 132m² (642 531m² en part du Groupe) pour les bureaux, de 1 242 677m² (1 213 470m² en part du Groupe) pour les parcs d'affaires, de 380 635m² (59 267m² en part du Groupe) pour les autres actifs fonciers tertiaires et 1 434 413m² (810 587m² en part du Groupe) pour l'activité santé, ces chiffres consolidés tiennent compte des projets en cours de développement.

Au 31 décembre 2017 le patrimoine de la société ICADE permet de dégager 590,2 millions d'euros de loyers bruts.

La répartition typologique du patrimoine de la société ICADE en surface est la suivante :

Répartition typologique des surfaces au 31/12/2017 part du Groupe	%
Bureau	24%
Parcs d'affaires	45%
Autres actifs fonciers Tertiaires	2%
Santé	30%
TOTAL	100%

Sur la base des surfaces en part du Groupe, le portefeuille immobilier de la société ICADE est localisé à hauteur de 68% en Ile de France et à hauteur de 32% en province.

La répartition du portefeuille immobilier de la société ICADE en valeur d'expertise hors droit part du Groupe est la suivante :

Répartition typologique des valeurs au 31/12/2017 part du Groupe	%
Bureaux	44%
Parcs d'affaires	34%
Autres actifs fonciers Tertiaires	2%
Santé	21%
TOTAL	100%

Performances historiques

Nous présentons ci-dessous les comptes consolidés de la société ICADE au 31 décembre 2017 tels qu'ils ont été publiés et approuvés par les actionnaires de la société ICADE.

Les évolutions significatives entre les comptes consolidés au 31 décembre 2017 et ceux au 31 décembre 2016 portent principalement :

- à l'actif, sur l'augmentation des actifs non courants d'un montant de 1 026,9 millions d'euros correspond majoritairement à l'augmentation d'un montant de 999,8 millions d'euros des immeubles de placement nets. Cette variation trouve

principalement son origine dans la variation de périmètre et les travaux liés au portefeuille d'actifs immobiliers de la société ANF pour 659,3 millions d'euros,

- au passif, sur l'augmentation des dettes financières non courantes et courantes (court terme, moyen terme et long terme) pour un montant de 1 132,1 millions d'euros. L'évolution de cette dette concerne principalement l'émission par ICADE d'un Green Bond d'un montant de 600 millions d'euros, la mise en place de nouveaux financements et l'entrée dans le périmètre d'ANF IMMOBILIER pour 285,2 millions d'euros,

Bilan consolidé publié

Actif (en millions d'euros)	Notes	31/12/2017	31/12/2016
Goodwills	4.4	46,1	46,3
Immobilisations incorporelles nettes		8,5	6,1
Immobilisations corporelles nettes	4.2	66,1	74,6
Immeubles de placement nets	4.2	9 176,2	8 176,4
Titres disponibles à la vente non courants	5.1.5	27,4	26,8
Titres mis en équivalence	8.1.1	149,1	118,1
Autres actifs financiers non courants	5.1.5	5,8	5,1
Dérivés actifs non courants	5.1.4	10,9	6,5
Actifs d'impôts différés	8.3.3	9,8	12,9
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		9 499,9	8 473,0
Stocks et en-cours	8.2.1	510,1	492,3
Créances clients	8.2.3	387,9	408,0
Montants dus par les clients (contrats de construction et VEFA)	8.2.2	15,9	31,8
Créances d'impôts		33,1	18,9
Créances diverses	8.2.5	281,2	222,6
Autres actifs financiers courants	5.1.5	68,0	112,1
Dérivés actifs courants	5.1.4	2,2	2,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	5.1.6	420,3	272,4
Actifs destinés à être cédés et activités abandonnées	8.2.7	11,1	3,7
TOTAL ACTIFS COURANTS		1 729,9	1 564,0
TOTAL DES ACTIFS		11 229,8	10 037,0

(source : comptes consolidés 2017 publiés)

Passif (en millions d'euros)	Notes	31/12/2017	31/12/2016
Capital	6.2	113,0	113,0
Primes liées au capital		2 690,7	2 690,7
Actions propres		(16,3)	(16,3)
Réserves de réévaluation		(1,0)	(25,6)
Autres réserves		379,8	615,5
Résultat net part du Groupe		170,3	58,0
Capitaux propres - part du Groupe		3 336,3	3 435,2
Participations ne donnant pas le contrôle	6.3	774,1	665,2
CAPITAUX PROPRES		4 110,4	4 100,4
Provisions non courantes	7	27,9	28,3
Dettes financières non courantes	5.1.1	4 907,4	4 131,2
Dettes d'impôts		6,8	17,8
Passifs d'impôts différés	8.3.3	6,8	7,5
Autres passifs financiers non courants	5.1.5	63,2	56,7
Dérivés passifs non courants	5.1.4	17,7	21,1
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		5 029,8	4 262,6
Provisions courantes	7	41,1	51,3
Dettes financières courantes	5.1.1	1 073,7	717,8
Dettes d'impôts courantes		15,6	10,9
Dettes fournisseurs		437,8	388,7
Montants dus aux clients (contrats de construction et VEFA)	8.2.2	2,4	5,1
Dettes diverses courantes	8.2.6	507,6	486,4
Autres passifs financiers courants	5.1.5	1,5	1,8
Dérivés passifs courants	5.1.4	0,8	0,9
Passifs destinés à être cédés et activités abandonnées	8.2.7	9,0	11,1
TOTAL PASSIFS COURANTS		2 089,5	1 674,1
TOTAL DES PASSIFS ET DES CAPITAUX PROPRES		11 229,8	10 037,0

(source : comptes consolidés 2017 publiés)

Compte de résultat publié

(en millions d'euros)	Notes	31/12/2017	31/12/2016
Chiffre d'affaires	8.2.4	1 654,2	1 492,7
Autres produits liés à l'activité		4,1	4,8
Produits financiers nets liés à l'activité		-	0,1
Produits des activités opérationnelles		1 658,3	1 497,6
Achats consommés		(875,0)	(745,6)
Services extérieurs		(101,2)	(88,2)
Impôts, taxes et versements assimilés		(6,0)	(12,4)
Charges de personnel, intéressement et participation		(123,2)	(117,2)
Autres charges liées à l'activité		(18,1)	(13,1)
Charges des activités opérationnelles		(1 123,5)	(976,5)
EXCÉDENT BRUT OPÉRATIONNEL		534,9	521,1
Charges d'amortissement nettes de subventions d'investissement		(339,5)	(323,3)
Charges et reprises liées aux pertes de valeur sur actifs corporels, financiers et autres actifs courants	4.2.2	49,4	49,6
Résultat sur acquisitions		(7,0)	1,3
Résultat sur cessions	4.2.3	75,4	19,4
Pertes de valeur sur <i>goodwills</i> et immobilisations incorporelles		-	0,1
Part dans le résultat des sociétés mises en équivalence	8.1	10,6	(5,6)
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL		323,7	262,7
Coût de l'endettement brut		(89,6)	(116,4)
Produits nets de la trésorerie et équivalents de trésorerie, des prêts et créances associés		6,0	7,0
Coût de l'endettement net		(83,6)	(109,4)
Autres produits et charges financiers		(43,2)	(54,1)
RÉSULTAT FINANCIER	5.1.2	(126,7)	(163,6)
Impôts sur les résultats	8.3	5,7	(23,6)
Résultat des activités abandonnées	2.2	0,3	13,3
RÉSULTAT NET		203,1	88,9
Résultat, part des participations ne donnant pas le contrôle	6.3	32,8	30,9
Résultat net, part du Groupe		170,3	58,0
Résultat net, part du Groupe par action (en €)	6.1	2,30	0,79
Résultat net, Part du Groupe par action après dilution (en €)	6.1	2,30	0,79

(source : comptes consolidés 2017 publiés)

Compte de résultat consolidé simplifié chiffres EPRA publiés

(en millions d'euros)	31/12/2017			31/12/2016		
	Récurrent Foncière (EPRA)	Non récurrent ^(a)	Total Foncière	Récurrent Foncière (EPRA)	Non récurrent ^(a)	Total Foncière
REVENUS LOCATIFS	590,2	-	590,2	587,0	-	587,0
Charges du foncier	(2,2)	-	(2,2)	(2,1)	-	(2,1)
Charges locatives non récupérées	(27,0)	-	(27,0)	(34,0)	-	(34,0)
Charges sur immeubles	(8,9)	-	(8,9)	(5,9)	-	(5,9)
LOYERS NETS	552,2	-	552,2	545,0	-	545,0
TAUX DE MARGE (LOYERS NETS/REVENUS LOCATIFS)	93,6 %	0,0 %	93,6 %	92,8 %	0,0 %	92,8 %
Coûts de fonctionnement nets	(61,1)	-	(61,1)	(50,2)	-	(50,2)
Résultat des autres activités	(0,3)	-	(0,3)	(1,0)	-	(1,0)
EXCÉDENT BRUT OPÉRATIONNEL	490,8	-	490,8	493,8	-	493,8
Amortissements et pertes de valeur des biens d'exploitation	(8,3)	(17,3)	(25,6)	(8,2)	20,6	12,4
Amortissements et pertes de valeur des immeubles de placement	-	(265,3)	(265,3)	-	(284,5)	(284,5)
Résultat sur acquisitions	-	(6,9)	(6,9)	-	1,3	1,3
Résultat sur cessions	-	75,1	75,1	-	19,1	19,1
Part dans le résultat des sociétés mises en équivalence	5,3	(7,2)	(1,9)	5,5	(22,7)	(17,2)
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL	487,8	(221,6)	266,2	491,1	(266,3)	224,9
Coût de l'endettement brut	(89,2)	-	(89,2)	(116,4)	-	(116,4)
Produits nets de trésorerie et équivalents de trésorerie, des prêts et créances associés	6,9	-	6,9	6,5	-	6,5
Coût de l'endettement net	(82,3)	-	(82,3)	(109,9)	-	(109,9)
Autres produits et charges financiers	(5,2)	(34,2)	(39,4)	(4,2)	(50,3)	(54,5)
RÉSULTAT FINANCIER	(87,5)	(34,2)	(121,7)	(114,1)	(50,3)	(164,3)
Impôts sur les sociétés ^(b)	(6,0)	20,5	14,6	(10,1)	5,5	(4,6)
RÉSULTAT NET	394,3	(235,3)	159,0	367,0	(311,0)	56,0
Résultat net - part des participations ne donnant pas le contrôle	75,2	(44,3)	30,9	70,2	(40,9)	29,2
RÉSULTAT NET - PART DU GROUPE	319,1	(191,0)	128,1	296,8	(270,1)	26,7
Nombre d'actions moyen en circulation dilué			73 971 634			73 848 960

(a) La colonne « Non récurrent » regroupe les dotations aux amortissements des immeubles de placement, le résultat des cessions, la mise en juste valeur des instruments financiers et d'autres éléments non récurrents.

(b) Dont 20,4 millions d'euros comptabilisés au titre de la demande de remboursement de la taxe de 3 % sur les dividendes, intérêts moratoires inclus.

ANR triple net EPRA publié

(en millions d'euros)		31/12/2017	30/06/2017	31/12/2016
Capitaux propres consolidés en part du Groupe ^(a)	(1)	3 336,3	3 229,2	3 435,2
Impact de la dilution des titres donnant accès au capital ^(b)	(2)	0,0	0,0	0,0
Plus-values latentes sur actifs immobiliers et sociétés de promotion	(3)	3 098,7	2 689,3	2 528,5
Fiscalité sur plus-values latentes	(4)	(16,5)	(10,2)	(10,3)
Réévaluation de la dette à taux fixe	(5)	(144,7)	(98,8)	(132,4)
ANR EPRA TRIPLE NET EN PART DU GROUPE	(6) = (1) + (2) + (3) + (4) + (5)	6 273,8	5 809,4	5 820,9
(en € par action)	(6)/N	84,8	78,6	78,7
<i>Progression annuelle</i>		7,8 %		
Retraitement de la fiscalité sur plus-values latentes	(7)	16,5	10,2	10,3
Retraitement de la réévaluation de la dette à taux fixe	(8)	144,7	98,8	132,4
Retraitement de la réévaluation des instruments de couverture de taux	(9)	(7,5)	(7,0)	1,2
ANR EPRA SIMPLE NET EN PART DU GROUPE	(10) = (6) + (7) + (8) + (9)	6 427,5	5 911,5	5 964,9
(en € par action)	(10)/N	86,9	79,9	80,6
<i>Progression annuelle</i>		7,8 %		
NOMBRE D' ACTIONS TOTALEMENT DILUÉ ^(c)	N	73 978 328	73 949 951	73 987 751

(a) Inclut le résultat net part du Groupe 2017 de + 170,3 millions d'euros. Ce dernier intègre le produit de 35,0 millions d'euros, intérêts moratoires inclus, correspondant aux réclamations formulées auprès de l'administration fiscale au titre de la contribution de 3 % sur les dividendes versés de 2014 à 2017.

(b) Dilution liée aux stock-options, qui ont pour effet d'augmenter les capitaux propres consolidés et le nombre d'actions à concurrence du nombre d'actions exerçables à la clôture.

(c) S'élève à 73 978 328 au 31 décembre 2017, après annulation des actions autodétenues (206 644 actions) et impact positif des instruments dilutifs (73 786 actions).

4. EVALUATION DES SOCIETES PARTIES A L'OPERATION

Méthodologie et données d'évaluation

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère afin d'apprécier le caractère équitable de la parité proposée dans le cadre de la fusion-absorption envisagée de la société ANF IMMOBILIER par la société ICADE.

Référentiels comptables et expertises immobilières

Les comptes consolidés au 31 décembre 2017 des sociétés ICADE et ANF IMMOBILIER sont établis conformément aux normes comptables internationales telles qu'adoptées par l'Union Européenne.

Les états financiers ont été préparés pour ICADE selon la convention du coût amorti, à l'exception de certains instruments financiers qui sont comptabilisés selon la convention de la juste valeur, les actifs et les passifs destinés à être cédés sont comptabilisés au montant le plus bas entre leur valeur comptable et leur juste valeur diminuée des coûts liés à la vente.

Pour ANF IMMOBILIER, 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 selon le principe de la juste valeur.

En conséquence, le bilan et le compte de résultat consolidés des sociétés ICADE et ANF IMMOBILIER ne peuvent pas être comparés sans retraitements préalables. Dans ces conditions, nos travaux font principalement références aux agrégats "EPRA" publiés par les deux sociétés parties à l'opération.

Expertises immobilières

Dans le cadre de la publication de leurs comptes annuels, le patrimoine des sociétés ICADE et ANF IMMOBILIER doivent faire l'objet d'une évaluation à la juste valeur. Les évaluations sont menées par des experts immobiliers membres de l'AFREXIM (Association Française des Sociétés d'Expertise Immobilière) sur la base des éléments transmis par les sociétés.

Les experts immobiliers valorisent le patrimoine immobilier des sociétés sur la base de quatre méthodes :

- méthode par la capitalisation du revenu,
- méthode par actualisation des cash-flows,
- méthode par comparaison directe,
- méthode du bilan promoteur.

La méthode du bilan promoteur est utilisée par les experts pour l'évaluation à la juste valeur des réserves foncières et des immeubles en développement, elle peut être complétée des autres approches à l'exception de la méthode par la capitalisation du revenu.

Régime SIIC

Les sociétés ICADE et ANF IMMOBILIER ont opté pour le régime fiscal des sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (SIIC). L'option pour ce régime spécifique permet une exonération d'impôt sur le résultat de l'activité de location, sur les plus-values de cession ainsi que sur les dividendes reçus des filiales ayant opté pour le régime SIIC.

L'option pour ce régime fiscal spécifique implique une obligation de distribution de :

- 95% des résultats issus des activités de location;
- 60% des plus-values de cession;
- 100% des dividendes versés par les filiales sous régime SIIC.

Comptes de référence pour l'évaluation

Nos travaux ont été réalisés sur la base des comptes au 31 décembre 2017 publiés par les sociétés ICADE et ANF IMMOBILIER.

La société ICADE a publié ses comptes sociaux et consolidés au 31 décembre 2017 par le dépôt de son document de référence 2017 auprès de l'AMF le 29 mars 2018. Les comptes ont été certifiés par les commissaires aux comptes le 16 mars 2018 et approuvés par l'assemblée générale annuelle ordinaire de la société ICADE le 25 avril 2018.

La société ANF IMMOBILIER a publié ses comptes sociaux et consolidés au 31 décembre 2017 par le dépôt de son document de référence 2017 auprès de l'AMF le 30 mars 2018. Les comptes ont été certifiés par les commissaires aux comptes le 13 mars 2018 et approuvés par l'assemblée générale annuelle ordinaire de la société ANF IMMOBILIER le 24 avril 2018.

Nombre d'actions

Dans le cadre de nos travaux nous retenons pour chacune des sociétés le nombre d'actions hors auto-contrôle dilué ou non en fonction des méthodes utilisées tel qu'il a été publié par les sociétés parties à l'opération dans leur document de référence 2017. Pour rappel les nombres d'actions retenus dans le cadre des agrégats et chiffres EPRA sont les suivants :

ICADE et ANF Nombre d'actions retenu	
ICADE	
Nombre d'actions hors auto-contrôle	73 904 542
Nombre d'actions hors auto-contrôle dilué	73 978 328
ANF	
Nombre d'actions hors auto-contrôle	18 187 340
Nombre d'actions hors auto-contrôle dilué	18 187 340

Méthodes d'évaluation écartées

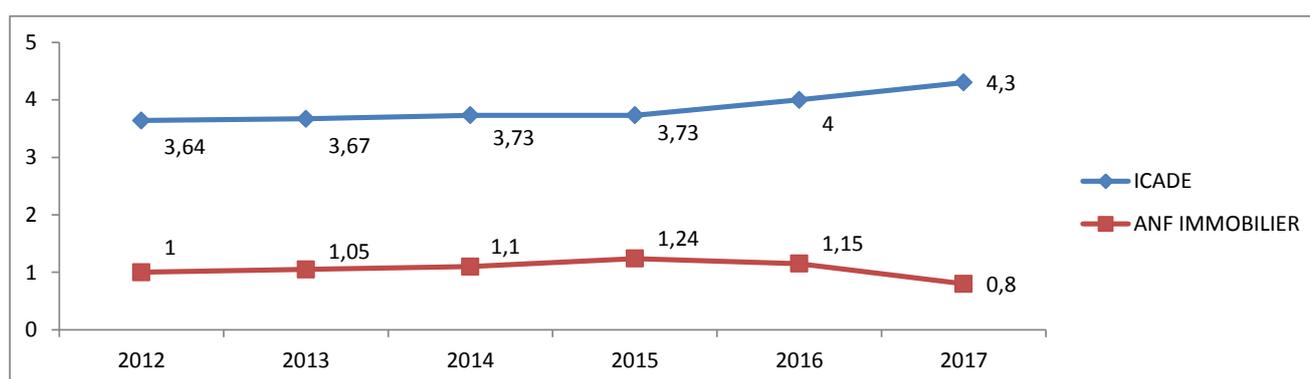
Actualisation des dividendes futurs

La mise en œuvre de la méthode de capitalisation du dividende est basée sur le principe de l'actualisation des dividendes futurs. Dans le cas des sociétés ICADE et ANF, le dividende versé est directement lié au régime fiscal des SIIC pour lequel les deux sociétés ont opté.

Le montant du dividende versé par action est fortement influencé par les plus-values de cession réalisées sur la vente d'immeubles. En effet le régime SIIC impose une distribution de 60% des bénéfices, ayant pour origine la cession d'immeubles, dans un délai de deux exercices.

Dans ces conditions, il est très difficile d'anticiper et de modéliser une projection sur plusieurs exercices du montant des dividendes futurs. Pour ces raisons et en l'absence de prévisions, nous ne retenons pas cette méthode de valorisation.

Pour information les dividendes par action distribués par les sociétés parties à l'opération envisagée sont présentés ci-après :



Actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)

La mise en œuvre de cette méthode conduit à déterminer la valeur de la société sur la base de l'actualisation des flux futurs de trésorerie nets prévisionnels à un taux reflétant le marché d'intervention de l'entreprise.

Les ANR publiés par les sociétés ICADE et ANF IMMOBILIERS intègrent la juste valeur de leur patrimoine immobilier respectif. Cette juste valeur est déterminée sur la base d'expertises immobilières qui mettent en œuvre, entre autres méthodes, une valorisation suivant les DCF.

Retenir la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie pour l'évaluation des titres des sociétés ICADE et ANF IMMOBILIER conduirait à considérer deux fois la même approche dans la détermination de la parité du fait que nous retenons à titre principal la méthode de l'ANR Triple Net EPRA, plus adaptée au secteur des foncières cotées.

Actif net comptable (ANC)

La mise en œuvre de la méthode de l'ANC consiste à déterminer la valeur unitaire des titres composant le capital social en divisant l'actif net comptable consolidé au 31 décembre 2017 par le nombre d'actions.

La société ICADE établissant ses comptes consolidés sur la base des coûts historiques, l'actif net comptable n'intègre donc pas les plus-values latentes sur le patrimoine immobilier, la mise en œuvre de cette méthode ne permettrait pas d'obtenir une valeur représentative de la société.

La société ANF IMMOBILIER, établissant ses comptes consolidés sur la base de la juste valeur, intègre quant à elle les plus-values latentes de son patrimoine immobilier et de ses projets.

L'actif net comptable consolidé au 31 décembre 2017 des sociétés ICADE et ANF IMMOBILIER n'étant pas comparable nous ne pouvons retenir cette méthode dans le cadre de l'appréciation de la parité relative à l'opération de fusion envisagée. De plus, dans le cadre de cette opération, nous retenons l'approche par l'ANR Triple Net EPRA, commune aux deux sociétés, qui considère la valeur de marché de la totalité du patrimoine immobilier et de la dette.

Méthodes d'évaluation retenues

Nous rappelons que dans le respect des recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère afin d'apprécier le caractère équitable de la parité proposée dans le cadre de la fusion-absorption envisagée de la société ANF IMMOBILIER par la société ICADE.

Dans le cadre de notre approche multicritère nous retenons :

- La référence au cours de bourse,
- L'actif net réévalué EPRA (ANR Triple Net EPRA),
- Les transactions comparables,
- Les comparables boursiers.

Référence au cours de bourse

Le cours de bourse correspond à la valeur donnée à une action sur un marché libre et organisé. Le cours de bourse correspond ainsi au prix fixé à un instant précis par l'offre et la demande. Le cours de bourse d'une action est susceptible d'évoluer de façon plus ou moins importante en fonction de la publication des résultats de l'entreprise, de l'annonce d'opération particulière, de l'évolution du contexte micro ou macro économique, mais aussi en fonction de la perception du marché par les investisseurs. Le cours de bourse constitue ainsi une véritable mesure de la valeur d'une action mais, dans la limite de l'importance du flottant et de sa liquidité.

Les sociétés parties à l'opération envisagée sont toutes deux cotées sur Euronext Paris:

- Les actions de la société ICADE sont cotées sur le compartiment A sous le code ISIN FR0000035081,
- Les actions de la société ANF IMMOBILIER sont cotées sur le compartiment B sous le code ISIN FR0000063091.

Les sociétés ICADE et ANF IMMOBILIER disposent d'un niveau de flottant ainsi que d'une rotation moyenne de ce dernier suffisants pour la mise en œuvre de cette méthode. Toutefois nous constatons que la liquidité des titres ANF IMMOBILIER est très moyenne par rapport à celle des titres ICADE.

Nous présentons ci-après les différentes informations relatives au flottant de la société ICADE et à sa rotation sur les 12 derniers mois. Sur cette période la rotation du flottant s'élève à 74% correspondant à une rotation complète en 1 an et 4 mois.

ICADE

Rotation du flottant	Période d'offre comprise
Nombre de titres échangés (12 mois)	23 068 239
Flottant	31 113 280
Rotation du Flottant (%)	74%
Rotation du flottant (années)	1,35

Concernant les différentes informations relatives au flottant de la société ANF IMMOBILIER, nous précisons que les données de marché ont été retraitées des mouvements induits par la période d'offre proposée par ICADE à 22,15€ par action à tous les actionnaires ANF annoncée le 21 juillet 2017 et ouverte entre le 16 novembre et le 6 décembre 2017. Sans ces retraitements relatifs, la rotation du flottant n'aurait pas eu de signification dans le cadre de nos travaux relatifs au choix de la méthode de la référence aux cours de bourse. Dans ces conditions et sur les 12 derniers mois la rotation du flottant s'élève à 68% correspondant à une rotation complète en 2 ans et 5 mois.

ANF

Rotation du flottant	Hors période d'offre
Nombre de titres échangés	1 401 437
Flottant relatif	2 048 706
Rotation du Flottant (%)	68%
Rotation du flottant (années proratóes)	2,38

ANF IMMOBILIER

Le cours de la société ANF IMMOBILIER a évolué sur les 12 derniers mois de -0,68%, avec un cours moyen pondéré des volumes sur la période de 22,04€. Le graphique ci-dessous permet également de visualiser les événements particuliers ayant eu un effet sur le cours de l'action ANF IMMOBILIER et plus particulièrement la prise de contrôle par ICADE avec la période d'offre publique annoncée le 21 juillet 2017 et ouverte du 16 novembre au 6 décembre 2017.



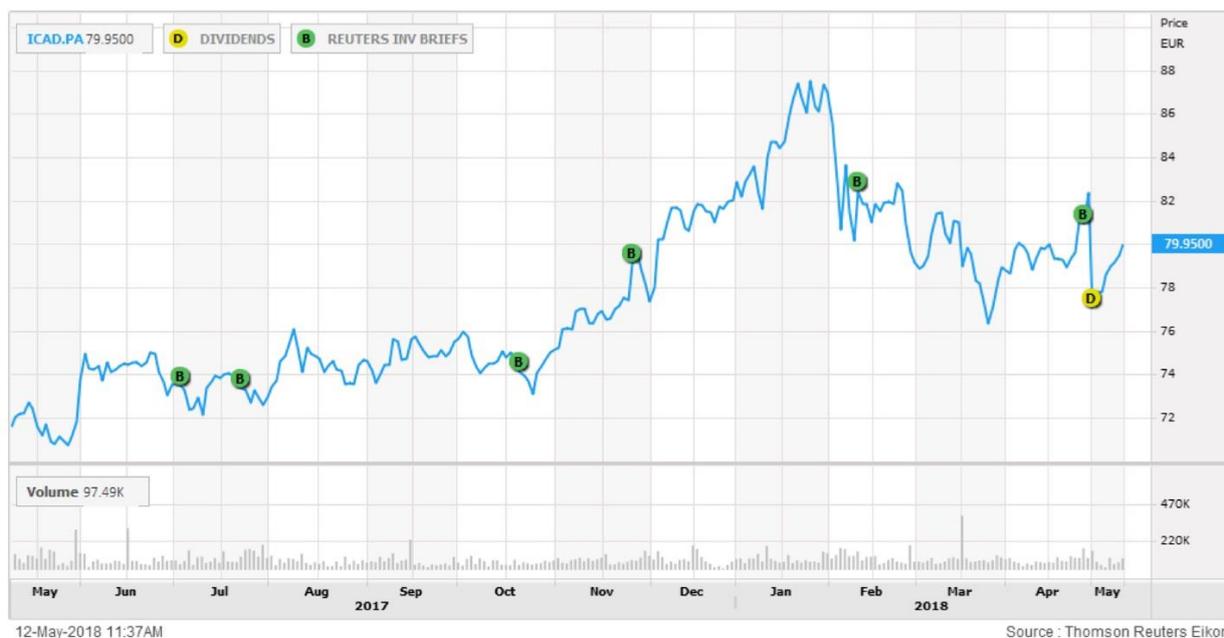
Dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode par référence aux cours de bourse, nous vous présentons ci-dessous, à titre principal, les cours moyens pondérés des volumes sur la période allant de la clôture de l'offre, soit le 6 décembre 2017 au 11 mai 2018.

ANF au 11/05/2018	Période	Cours
Cours Spot	Jour	20,70
CMPV	1 mois	20,07
CMPV	3 mois	20,82
CMPV	Depuis le 06/12/2017	21,09
Plus haut depuis le 06/12/2017		23,90
Plus bas depuis le 06/12/2017		19,70

Ainsi, nous constatons que le cours de l'action ANF IMMOBILIER a depuis la fin de l'offre évolué entre 19,70€ et 23,90€ pour un cours moyen pondéré des volumes et retraité du dividende sur l'ensemble de la période s'élevant à 21,09€.

ICADE

Le cours de la société ICADE a évolué sur les 12 derniers mois de +11,03%, avec un cours moyen pondéré des volumes sur la période de 77,35€. Le graphique ci-dessous permet également de visualiser les évènements particuliers ayant eu un effet sur le cours de l'action ICADE.



Dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode par référence aux cours de bourse, nous vous présentons ci-dessous à titre principal les cours moyens pondérés des volumes sur une période identique à celle retenue pour ANF IMMOBILIER allant de la clôture de l'offre, soit le 6 décembre 2017 au 11 mai 2018.

ICADE au 11/05/2018	Période	Cours
Cours Spot	Jour	79,95
CMPV	1 mois	76,69
CMPV	3 mois	76,01
CMPV	Depuis le 06/12/2017	77,28
Plus haut depuis le 06/12/2017		87,50
Plus bas depuis le 06/12/2017		76,35

Ainsi, nous constatons que le cours de l'action ICADE a depuis cette date évolué entre 76,35€ et 87,50€ pour un cours moyen pondéré des volumes et retraité du dividende sur l'ensemble de la période retenue à titre principale s'élevant à 77,28€.

PARITE INDUITE

Nous vous présentons ci-dessous la parité induite sur la base de la méthode du cours de bourse entre les actions ANF IMMOBILIER et ICADE dans le cadre de l'opération de fusion-absorption envisagée.

Pour la période allant de la clôture de l'offre au 11 mai 2018 retenue à titre principale :

Au 11/05/2018	Période	ANF	ICADE	PARITE
Cours Spot	Jour	20,70	79,95	0,259
CMPV	1 mois	20,07	76,69	0,262
CMPV	3 mois	20,82	76,01	0,274
CMPV	Depuis le 06/12/2017	21,09	77,28	0,273
Plus haut depuis fin de l'Offre		23,90	87,50	0,273
Plus bas depuis fin de l'Offre		19,70	76,35	0,258

Nous présentons également à titre informatif la parité induite déterminée entre, (i) ICADE dont la valeur est déterminée à partir du cours moyen pondéré des volumes sans retraitement du dividende pour la période allant du 6 décembre 2017 au 11 mai 2018 et, (ii) ANF IMMOBILIER dont la valeur retenue est celle de l'offre clôturée le 6 décembre 2017 soit 22,15€.

ANF	ICADE	PARITE
22,15	81,30	0,272

L'Actif Net Réévalué triple net EPRA

La méthode de l'ANR consiste à évaluer l'entreprise sur la base de son actif net comptable consolidé réévalué de la valeur réelle de ses actifs et de ses passifs. Les sociétés ICADE et ANF IMMOBILIER dans le cadre de la publication de leurs comptes consolidés doivent réaliser une évaluation de leur patrimoine immobilier et de leurs passifs et publient semestriellement leur ANR.

Les sociétés ICADE et ANF IMMOBILIER publient également leur ANR sous la norme EPRA, qui a pour avantage d'intégrer la juste valeur du patrimoine immobilier hors droits après fiscalité latente ainsi que la juste valeur de la dette et des instruments financiers. Dans le cadre de nos travaux nous retenons donc cette méthode sur la base de l'ANR Triple Net EPRA publiée par les sociétés parties à l'opération et faisant référence dans le secteur.

ANF IMMOBILIER

Nous présentons ci-dessous l'ANR Triple Net EPRA publié par la société ANF IMMOBILIER au 31 décembre 2017.

ANF ANR Triple Net EPRA	31/12/2017
K€	Part du Groupe
Capitaux propres part du Groupe	397 096
Mise à la juste valeur des actifs immobiliers	103
Retraitement de la dette des JV	-665
<hr/>	
ANR EPRA Triple Net	396 534
Actions hors auto-contrôle diluées	18 187 340
<hr/>	
ANR EPRA Triple Net par action	21,80

La part de l'ANR Triple Net EPRA relevant des expertises immobilières étant significative, nous avons effectué une revue des méthodes utilisées par les différents experts.

L'ANR Triple Net EPRA par action hors auto-contrôle diluée est présenté ci-après au 31 décembre 2017 avant et après retraitement du dividende de 0,80€ par action approuvé lors de l'assemblée générale annuelle ordinaire du 24 avril 2018 à titre principal, puis au 30 juin 2017 c'est-à-dire avant l'annonce de l'offre ANF à titre informatif.

ANF ANR Triple Net EPRA	ANR
ANR EPRA triple net 31 décembre 2017	21,80
ANR EPRA triple net 31 décembre 2017 après dividendes votés	21,00
<hr/>	
ANR EPRA triple net 30 juin 2017	20,96

ICADE

Nous présentons ci-dessous l'ANR Triple Net EPRA publié par la société ICADE au 31 décembre 2017.

ICADE ANR Triple Net EPRA	31/12/2017
M€	Part du Groupe
Capitaux propres part du Groupe	3 336
Mise à la juste valeur des actifs immobiliers et promotion	3 099
Fiscalité sur plus-values latentes	-17
Réévaluation de la dette à taux fixe	-145
<hr/>	
ANR EPRA Triple Net	6 274
Actions hors auto-contrôle diluées	73 978 328
<hr/>	
ANR EPRA Triple Net par action	84,81

La part de l'ANR Triple Net EPRA de la société ICADE relevant des expertises immobilières étant également significative, nous avons effectué une revue des méthodes utilisées par les différents experts.

L'ANR Triple Net EPRA par action hors auto-contrôle diluée est présenté ci-après au 31 décembre 2017 avant et après retraitement du dividende de 4,30€ par action approuvé lors de l'assemblée générale annuelle ordinaire du 25 avril 2018 à titre principal, puis au 30 juin 2017 pour retenir les mêmes périodes que celles retenues pour ANF IMMOBILIER.

ICADE ANR Triple Net EPRA	ANR
ANR EPRA triple net 31 décembre 2017	84,81
ANR EPRA triple net 31 décembre 2017 après dividendes votés	80,51
<hr/>	
ANR EPRA triple net 30 juin 2017	78,56

PARITE INDUITE

Nous vous présentons ci-dessous la parité induite entre les actions ANF IMMOBILIER et ICADE dans le cadre de l'opération de fusion-absorption envisagée sur la base de la méthode de l'ANR EPRA Triple Net.

A titre principal au 31 décembre 2017

ANR Triple Net EPRA	ANF	ICADE	PARITE
ANR EPRA triple net 31 décembre 2017	21,80	84,81	0,257
ANR EPRA triple net 31 décembre 2017 après dividendes votés	21,00	80,51	0,261

A titre informatif avant l'annonce de l'offre ANF, soit au 30 juin 2017

ANR Triple Net EPRA	ANF	ICADE	PARITE
ANR EPRA triple net 30 juin 2017	20,96	78,56	0,27

Transactions comparables

La méthode des transactions comparables consiste à estimer la valeur de l'entreprise à partir de multiples déterminés sur la base de transactions de nature comparable entre entités ayant une activité dans le même secteur économique. Nous avons constitué un échantillon de transactions pour lesquelles nous disposons d'informations suffisantes et en lien avec le secteur des sociétés analysées.

Cet échantillon comprend des sociétés foncières cotées dont les titres ont fait l'objet d'opérations de rachats et cela depuis 2014. Pour chacune des opérations identifiées, nous avons calculé un multiple sur la base du dernier ANR Triple Net publié par la cible.

Nous vous présentons ci-après les multiples obtenus sur la base des transactions relevées.

Date	Cible	Opération	Prix de l'offre/ANR
sept.-17	Eurosic	OPA	1,05
juillet-17	ANF Immobilier	OPA	1,05
avril-16	Foncières des murs	OPE	1,03
mars-16	Foncière de Paris	OPA-RO	1,08
mars-16	Foncière de Paris	OPE	1,01
décembre-15	CeGeReal	OPAS	1,00
mars-15	Foncière des murs	OPA	1,02
mars-15	Foncière des 6ème et 7ème	Fusion	1,00
septembre-14	SIIC de Paris	OPAS-RO	1,01
septembre-14	Orosdi	OPR-RO	1,33
juillet-14	Carrefour Property	OPR	1,01
juillet-14	Foncière Développement Logements	OPRA	1,27
juin-14	Société de la Tour Eiffel	OPA	1,00
Médiane			1,02
Moyenne			1,07

ICADE

Application des multiples obtenus à l'ANR Triple Net EPRA de la société ICADE afin de déterminer sa valeur sur la base de cette méthode :

ICADE Transaction	Multiple médiane	ANR Triple Net EPRA	Valeur action
ANR EPRA triple net 31 décembre 2017	1,02	84,81	86,12

PARITE INDUITE

L'application à titre indicatif de cette méthode a pour objectif de valoriser uniquement l'action de la société ICADE. En effet, retenir le même agrégat, c'est-à-dire l'ANR Triple Net EPRA de chaque entreprise analysée et d'y appliquer le multiple extériorisé sur la base d'un même

échantillon doit nous conduire à constater exactement la même parité que celle calculée directement sur la base des ANR Triple Net EPRA publiés au 31 décembre 2017.

Cette méthode indicative est mise en œuvre dans l'objectif de présenter une parité entre la valeur par action ANF sur la base de l'offre proposée à tous les actionnaires et clôturée le 6 décembre 2017, et une valeur par action ICADE déterminée sur la base d'opérations comparables réalisées sur le marché.

Dans ces conditions, et à titre indicatif, la parité induite peut s'exprimer de la façon suivante :

	ANF	ICADE	PARITE
Transaction - Offre	22,15	86,12	0,257

Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à estimer la valeur de l'entreprise à partir de multiples observés sur la base d'un échantillon de sociétés cotées pour lesquelles nous disposons d'informations suffisantes et en lien avec le secteur des sociétés analysées. Nous retenons le multiple de l'ANR Triple Net EPRA, communément reconnu dans le cadre de l'évaluation et de la comparaison de foncières cotées.

Pour chacune des sociétés parties à l'opération nous avons constitué un échantillon de sociétés comparables en restant le plus proche possible en termes de taille et de nature du patrimoine immobilier. Mais nous précisons que chaque entité conserve ses propres particularités et spécificités et qu'elles ne sont jamais totalement comparables. Malgré la difficulté à constituer des panels homogènes nous retenons cette méthode usuellement mise en œuvre dans le cadre de l'évaluation de foncières, mais à titre informatif.

Du fait des particularités d'ICADE et ANF, les échantillons d'entités comparables sont très réduits. Ainsi avons-nous utilisé cette méthode, usuellement mise en œuvre dans le cadre de l'évaluation des sociétés foncières, uniquement à titre informatif.

ANF IMMOBILIER

Nous présentons ci-après les sociétés spécifiquement retenues dans l'échantillon relatif à la société ANF IMMOBILIER, en fonction de la disponibilité des informations financières, nous retenons des données à la date la plus proche du 31 décembre 2017.

Entités	Capitaux propres part groupe (en M€)	CAHT (en M€)	Valorisation patrimoine (en M€)	ANR triple net EPRA (en M€)	ANR triple net EPRA / action (en €)	Dernier dividendes distribués	Répartition activité	Répartition géographique	
CEGEREAL	584,85	25,98	1 143,70	553,16	41,40	02/05/18 1,9€ / action	Bureaux	100% Paris	100%
FONCIERE INEA	254,54	16,70	508,00	279,90	43,00	17/05/2017 1,8€ / action	Bureaux Activités Messagerie Entrepôts	77% IDF 19% Régions 1% 3%	16% 84%
TOUR EIFFEL	485,40	44,31	1 145,17	702,70	57,30	22/05/2017 3€ / actions	Bureaux Autres	93% Paris IDF 7% Régions	87% 13%

Les multiples extériorisés sur la base de l'ANR Triple Net EPRA de notre échantillon "ANF IMMOBILIER" sont les suivants :

ANR Comparables 31/12/2017	ANR EPRA par action 31/12/2017	Cours de bourse		Multiple ANR EPRA	
		CMPV 1 mois	Spot 11/05/2018	CMPV 1 mois	Spot 11/05/2018
Société de la tour Eiffel	58,30	54,19	54,20	0,93	0,93
CeGeREAL SA	41,90	44,32	39,20	1,06	0,94
Foncière Inea	45,80	40,10	41,20	0,88	0,90
Moyennes				0,95	0,92
Médianes				0,93	0,93
Valeur ANF moyennes	21,80			20,80	20,09
Valeur ANF médianes	21,80			20,26	20,27
Valeur ANF moyennes	21,00		Après dividendes	20,04	19,35
Valeur ANF médianes	21,00		Après dividendes	19,52	19,52

L'application des multiples moyens et médians obtenus à l'ANR Triple Net EPRA de la société ANF IMMOBILIER extériorise une valeur par action de 20,09€ à 20,80€ et de 19,35€ à 20,04€ après retraitement du dividende sur l'ANR EPRA Triple Net.

ICADE

Nous présentons ci-après les sociétés spécifiquement retenues pour l'échantillon relatif à la société ICADE. En fonction de la disponibilité des informations financières, nous retenons des données à la date la plus proche du 31 décembre 2017.

Entités	Capitaux propres part groupe (en M€)	CAHT (en M€)	Valorisation patrimoine (en M€)	ANR triple net EPRA (en M€)	ANR triple net EPRA / action (en €)		Répartition activité	Répartition géographique	
FONCIERE DES REGIONS	5 871,00	419,00	11 615,00	5 975,00	80,50	26/04/2017 4,4€ / action	Bureaux Résidentiels Hôtels Parking et autres	55% France 21% Allemagne 23% Italie 3% Europe	35% 21% 21% 23%
GECINA	9 031,00	240,59		9 354,00	152,00	06/03/2017 2,65€ / action	Bureaux Résidentiels	74% Région parisienne 26% Province Paris	41% 3% 57%

Les multiples extériorisés sur la base de l'ANR Triple Net EPRA de notre échantillon "ICADE" sont les suivants :

ICADE Comparables 31/12/2017	ANR EPRA par action 31/12/2017	Cours de bourse		Multiple ANR EPRA	
		CMPV 1 mois	Spot 11/05/2018	CMPV 1 mois	Spot 11/05/2018
FONCIERE DES REGIONS	86,30	92,15	96,00	1,07	1,11
GECINA	150,25	141,96	146,10	0,94	0,97
Moyennes				1,01	1,04
Médianes				1,01	1,04
Valeur ICADE moyennes	84,81			85,34	88,41
Valeur ICADE médianes	84,81			85,34	88,41
Valeur ICADE moyennes	80,51	Après dividendes		81,02	83,92
Valeur ICADE médianes	80,51	Après dividendes		81,02	83,92

L'application des multiples moyens et médians obtenus à l'ANR Triple Net EPRA de la société ICADE extériorise une valeur par action de 84,34€ à 88,41€ et de 81,02€ à 83,92€ après retraitement du dividende sur l'ANR EPRA Triple Net.

PARITE INDUITE

Nous vous présentons ci-dessous la parité induite entre les actions ANF IMMOBILIER et ICADE dans le cadre de l'opération de fusion-absorption envisagée sur la base de la méthode des comparables boursiers retenue à titre indicatif.

Comparables Boursiers	ANF		ICADE		PARITE	
	CMPV 1mois	Spot	CMPV 1mois	Spot	CMPV 1mois	Spot
Moyenne	20,80	20,09	85,34	88,41	0,244	0,227
Médiane	20,26	20,27	85,34	88,41	0,237	0,229

Comparables Boursiers après dividendes	ANF		ICADE		PARITE	
	CMPV 1mois	Spot	CMPV 1mois	Spot	CMPV 1mois	Spot
Moyenne	20,04	19,35	81,02	83,92	0,247	0,231
Médiane	19,52	19,52	81,02	83,92	0,241	0,233

A titre informatif, nous présentons également la parité induite entre la valeur du titre ICADE déterminée sur la base des comparables boursiers à l'aide des ANR EPRA Triple net au 31 décembre 2017, et la valeur de l'action ANF basée sur l'offre de 22,15€ proposée aux actionnaires jusqu'à la date du 6 décembre 2017.

Comparables Boursiers Offre	ANF		ICADE		PARITE	
	Offre	CMPV 1mois	Spot	CMPV 1mois	Spot	
Moyenne	22,15	85,34	88,41	0,260	0,251	

5. SYNTHÈSE DES EVALUATIONS ET PARITE DE FUSION

Synthèse évaluation ANF IMMOBILIER

Tableau de synthèse de la valorisation ANF IMMOBILIER :

ANF Synthèse Valorisation par action	Minimum	Maximum
Méthodes principales		
Cours Spot 11/05/2018		20,70
CMPV 1 mois		20,07
CMPV 3 mois		20,82
CMPV depuis le 6 décembre 2017		21,09
ANR Triple Net EPRA 31/12/2017		21,80
ANR Triple Net EPRA 31/12/2017 après dividendes votés		21,00
Méthodes indicatives		
Comparables boursiers	20,09	20,80
Comparables boursiers après dividendes votés	19,35	20,04
Pour information		
Offre cloturée le 6 décembre 2017		22,15
ANR Triple Net EPRA 30/06/2017		20,96

Synthèse évaluation ICADE

Tableau de synthèse de la valorisation ICADE :

ICADE Synthèse Valorisation par action	Minimum	Maximum
Méthodes principales		
Cours Spot 11/05/2018	79,95	
CMPV 1 mois	76,69	
CMPV 3 mois	76,01	
CMPV depuis le 6 décembre 2017	77,28	
ANR Triple Net EPRA 31/12/2017	84,81	
ANR Triple Net EPRA 31/12/2017 après dividendes votés	80,51	
Méthodes indicatives		
Comparables boursiers	85,34	88,41
Comparables boursiers après dividendes votés	81,02	83,92
Pour information		
ANR Triple Net EPRA 30/06/2017	78,56	
Transactions	86,12	

Synthèse parité de fusion et dilution implicite

Tableau de synthèse parité de fusion :

Parité	Minimum	Maximum
Méthodes principales		
Cours Spot 11/05/2018		0,259
CMPV 1 mois		0,262
CMPV 3 mois		0,274
CMPV depuis le 6 décembre 2017		0,273
ANR Triple Net EPRA 31/12/2017		0,257
ANR Triple Net EPRA 31/12/2017 après dividendes votés		0,261
Méthodes indicatives		
Comparables boursiers	0,227	0,244
Comparables boursiers après dividendes votés	0,231	0,247
Pour informations		
ANR Triple Net EPRA 30/06/2017		0,267
ICADE méthode transactions comparables - ANF offre 22,15€		0,257
CMPV ICADE depuis le 06/12/2017 - ANF offre 22,15€		0,272

Sur la base des méthodes retenues à titre principal, les parités évoluent dans une fourchette allant de 0,257 à 0,274 action ICADE pour 1 action ANF IMMOBILIER.

La dilution des actionnaires ICADE suite à la réalisation de l'opération de fusion envisagée n'est que très faiblement sensible à la position de la parité dans la fourchette présentée ci-avant.

Nous présentons ci-après la dilution implicite sur la base des actions ANF IMMOBILIER à rémunérer au 11 mai 2018 en actions ICADE dans le cadre de l'opération de fusion envisagée.

Actions au 11 mai 2018

Actions ANF détenues par ICADE et auto-détention	17 468 247
Actions composant le capital ANF	19 009 271
Actions ANF estimées à rémunérer	1 541 024

(source : projet de traité de fusion)

Nous présentons ci-après la sensibilité de la dilution à l'évolution de la parité pour les actionnaires de la société ICADE.

ICADE actionnaires au 31 décembre 2017 Et nombre d'actions ANF rémunéré 16 mai	Actions Parité 0,26	% du capital	Actions Parité 0,265	% du capital	Actions Parité 0,27	% du capital	Actions Parité 0,275	% du capital
Caisse des dépôts	28 895 631	38,78%	28 895 631	38,78%	28 895 631	38,77%	28 895 631	38,77%
Groupe Crédit Agricole Assurances	13 704 789	18,39%	13 704 789	18,39%	13 704 789	18,39%	13 704 789	18,39%
Salariés	192 589	0,26%	192 589	0,26%	192 589	0,26%	192 589	0,26%
Flottant	31 111 533	41,75%	31 111 533	41,75%	31 111 533	41,75%	31 111 533	41,74%
Actions à créer en rémunération ANF	400 666	0,54%	408 371	0,55%	416 076	0,56%	423 782	0,57%
Auto-détention	206 644	0,28%	206 644	0,28%	206 644	0,28%	206 644	0,28%
TOTAL	74 511 852	100,00%	74 519 557	100,00%	74 527 262	100,00%	74 534 968	100,00%

Nous pouvons ainsi constater que la dilution des actionnaires ICADE n'est que très faiblement sensible à la position de la parité dans la fourchette identifiée. En effet les actions émises en rémunération des actions ANF IMMOBILIER, en fonction des hypothèses de parité retenues représentent de 0,54% à 0,57% du capital de la société ICADE. Le flottant de la société ICADE évoluant quant à lui suivant les mêmes hypothèses entre 41,75% et 41,74% du capital contre une quote part au 31 décembre 2017 représentant 41,98% du capital de la société ICADE. Cette dilution toute relative est à considérer en fonction des différents avantages déclarés par les sociétés à la réalisation de l'intégration d'ANF à ICADE pour les actionnaires des deux entités.

L'avantage pour l'actionnaire de la société ANF IMMOBILIER est d'intégrer le capital d'une foncière cotée d'une taille plus significative, avec un portefeuille plus diversifié intégrant une activité de promotion tout en disposant d'un titre d'une liquidité plus importante.

Pour l'actionnaire de la société ICADE cette opération s'inscrit dans le plan stratégique de la société et répond aux objectifs de diversification du portefeuille et de développement sur le territoire régional. L'intégration définitive de la société ANF IMMOBILIER à ICADE permettra l'augmentation de son patrimoine immobilier et de son pipeline de développement.

6. ANALYSE DES TRAVAUX D'EVALUATION DU PROJET DE TRAITE

Nous avons examiné les travaux d'évaluation annexés dans le projet de traité de fusion conduisant à l'appréciation de la parité d'échange dans le cadre de l'opération de fusion envisagée par l'absorption de la société ANF IMMOBILIER par la société ICADE. La synthèse des travaux d'évaluation figure en annexe du projet de traité de fusion relatif à l'opération.

A l'analyse de ces éléments nous constatons que les méthodes que nous retenons à titre principal, à savoir les cours de bourse ANF et ICADE depuis la clôture de l'offre ANF au 6 décembre 2017 ainsi que l'ANR EPRA Triple Net au 31 décembre 2017, sont également retenues en annexe du projet de traité de fusion.

A titre secondaire, il est retenu les multiples boursiers de sociétés cotées comparables ainsi que nous l'avons effectué.

Contrairement à ces travaux d'évaluation, nous avons fait le choix d'exprimer à titre exclusivement informatif des parités exprimées en référence à l'offre ANF de 22,15€ par action. Dans le cadre de cette approche, nous avons retenu pour la valorisation de la société ICADE la méthode des transactions comparables.

Les méthodes de valorisation écartées par ces travaux dans le cadre de l'appréciation de la parité d'échange sont également écartées à titre principal et secondaire dans la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation.

Référence au cours de bourse des entités

Nous sommes, avec les travaux de valorisation mis en annexe en projet du traité de fusion, en accord sur la période à prendre en compte pour la mise en œuvre de cette méthode, soit

à considérer uniquement les cours depuis la clôture de l'offre ANF c'est à dire du 6 décembre 2017 à la date la plus proche de la remise de nos travaux.

Nous exprimons les valeurs retenues, comme les travaux d'évaluation, sur la base des Cours Moyens Pondérés des Volume (CMPV) 1 mois, 3 mois et depuis la date du 6 décembre 2017. Des différences peuvent exister entre nos valeurs et celles présentées en annexe du projet de traité de fusion. En effet, les volumes utilisés pour nos moyennes pondérées ne tiennent pas compte des transactions effectuées en dehors d'Euronext Paris, contrairement à ceux présentés en annexe, qui tiennent compte de l'ensemble des transactions pour le calcul de ses moyennes pondérées.

Sur la base de cette méthode, les parités induites présentées en annexe du projet de traité de fusion s'élèvent de 0,26 à 0,27 quand celles déterminées par nos soins évoluent de 0,259 à 0,274 (de 0,26 à 0,27).

Référence à l'ANR EPRA Triple Net

L'annexe du projet de traité de fusion, retient également l'approche par l'ANR EPRA Triple Net à titre principal dans le cadre de l'appréciation de la parité d'échange, qui intègre la juste valeur des actifs immobiliers (immeubles, projets et promotion) estimées par les experts et la juste valeur de l'endettement. Nous ne constatons pas de divergences, sur le montant des ANR EPRA Triple Net, sur le nombre d'actions hors auto-contrôle et dilué et par conséquence sur l'ANR EPRA Triple Net par action à utiliser dans la mise en œuvre de cette méthode.

Mais contrairement à l'annexe du projet de traité de fusion, nous calculons également une parité d'échange sur la base d'un ANR EPRA Triple Net par action retraité des dividendes votés par les assemblées des sociétés ANF IMMOBILIER et ICADE respectivement les 24 et 25 avril 2018.

Sur la base de cette méthode, la parité induite présentée en annexe du projet de traité de fusion s'élève à 0,26 quand celle déterminée par nos soins évolue de 0,257 à 0,261 (soit 0,26 dans le même format numérique) en fonction de la prise en compte des dividendes distribués.

Approche par les multiples comparables boursiers

Les travaux d'évaluation présentés en annexe du projet de traité de fusion retiennent cette approche à titre illustratif quand nous la retenons à titre indicatif. Nous sommes en accord avec l'établissement évaluateur pour ne pas retenir cette approche à titre de méthode principale. Nous sommes également en accord sur le choix des multiples à considérer qui se limite à l'ANR EPRA Triple Net, multiple de référence dans le cadre de l'évaluation des foncières cotées.

Concernant les échantillons retenus, les travaux d'évaluation présentés en annexe du projet de traité de fusion retiennent la Foncière des régions pour ANF et ICADE quand nous retenons cette entité uniquement dans l'échantillon des comparables ICADE. Nous avons écarté la Foncière des Régions de l'échantillon des comparables ANF principalement pour sa taille. De plus concernant ANF IMMOBILIER, le projet de traité de fusion retient dans son échantillon la société Affine RE quand nous retenons CeGeREAL. Concernant ICADE, les travaux d'évaluation présentés en annexe du projet de traité de fusion, retiennent uniquement la Foncière des Régions quand nous intégrons également GECINA pour sa taille et l'importance de son patrimoine.

Concernant la mise en œuvre de la méthode, nous considérons pour chaque entité intégrée à l'échantillon, le dernier cours de bourse et le CMPV 1 mois, quand les travaux d'évaluation présentés en annexe du projet de traité de fusion retiennent uniquement le dernier cours de bourse de référence.

Malgré des échantillons non significativement différents et la prise en compte par nos soins d'un CMPV 1 mois pour la mise en œuvre de la méthode, la parité induite présentée par le projet de traité de fusion s'élève à 0,22 quand nos parités évoluent de 0,227 à 0,247.

Éléments non pris en compte dans les travaux d'évaluation annexés au projet de traité de fusion

Contrairement aux travaux d'évaluation présentés en annexe du projet de traité de fusion et à titre purement informatif, nous avons mis en œuvre une approche de parité basée sur une

valeur par action ANF correspondant à l'offre proposée aux actionnaires jusqu'au 6 décembre 2017, et sur une valeur par action ICADE (i) issue de la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables et (ii) issue du CMPV depuis le 6 décembre 2017.

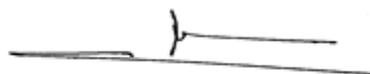
7. CONCLUSION SUR L'EQUITE DE LA PARITE PROPOSEE

A l'issue de nos travaux basés sur une approche multicritère les parités d'échanges induites conduisent à présenter des ratios d'échange, suivant les méthodes retenues à titre principal, compris entre 0,257 et 0,274.

La parité proposée de 3 actions ICADE pour 11 actions ANF IMMOBILIER correspondant à un ratio d'échange de 0,273 se situe dans la partie supérieure de cette fourchette.

Nous sommes d'avis que la parité de 3 actions ICADE pour 11 actions ANF IMMOBILIER, présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 16 mai 2018



L'expert indépendant
Jacques POTDEVIN