

FINEXSI AUDIT
Olivier PERONNET
14 rue de Bassano
75016 Paris

DK EXPERTISES & CONSEIL
Didier KLING
28 avenue Hoche
75008 Paris

ICADE

Société anonyme au capital de 112 966 652,03 euros
27, rue Camille Desmoulins
92130 Issy-les-Moulineaux
RCS Nanterre n° 582 074 944

ANF IMMOBILIER

Société anonyme au capital de 19 009 271 euros
27, rue Camille Desmoulins
92130 Issy-les-Moulineaux
RCS Nanterre n° 568 801 377

**FUSION-ABSORPTION DE LA SOCIETE ANF IMMOBILIER
PAR LA SOCIETE ICADE**

**RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION
SUR LA REMUNERATION DES APPORTS**

*Ordonnance de Monsieur le Président
du Tribunal de commerce de Nanterre du 14 février 2018*

**RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION
SUR LA REMUNERATION DES APPORTS DEVANT ETRE EFFECTUES
PAR LA SOCIETE ANF IMMOBILIER A LA SOCIETE ICADE**

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 14 février 2018 relative à la fusion par voie d'absorption de la société ANF IMMOBILIER par la société ICADE, nous avons établi le présent rapport sur la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération et sur le caractère équitable du rapport d'échange prévu à l'article L. 236-10 du Code de commerce.

Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre avis sur la valeur des apports.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le traité de fusion-absorption signé par les représentants des sociétés concernées en date du 16 mai 2018.

Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de la rémunération des apports proposée. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

A aucun moment nous nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Nos constatations et conclusion sont présentées ci-après selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé
4. Synthèse
5. Conclusion

1. Présentation de l'opération

Il résulte, en substance, du traité de fusion-absorption signé entre les parties le 16 mai 2018 les informations suivantes :

1.1. Présentation des sociétés participant à l'opération

1.1.1. ICADE - Société absorbante

ICADE est une société anonyme à conseil d'administration dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'EURONEXT PARIS sous le code ISIN FR0000035081.

ICADE a opté pour le régime fiscal des sociétés d'investissements immobiliers cotées ("SIIC") visé aux articles 208 C et suivants du Code général des impôts.

Son capital social s'élève à 112.966.652,03 euros, divisé en 74.111.186 actions ordinaires intégralement libérées et toutes de même catégorie, les statuts d'Icade ne mentionnant pas de valeur nominale de ces actions, dont 206.644 actions auto-détenues hors contrat de liquidité.

Elle a consenti des options de souscription d'actions, exerçables depuis le 4 mars 2015, dont 24.800 restaient en circulation à la date de signature du traité de fusion-absorption.

Par ailleurs, 72.613 actions gratuites ICADE seront en période d'acquisition à la date prévue de réalisation de la fusion-absorption.

Le siège social de la société est situé 27, rue Camille Desmoulins à Issy-les-Moulineaux (92130).

Elle a pour objet :

« - 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 clôture son exercice social au 31 décembre.

1.1.2. ANF IMMOBILIER - Société absorbée

ANF IMMOBILIER est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS sous le code ISIN FR0000063091.

ANF IMMOBILIER a opté pour le régime fiscal des SIIC visé aux articles 208 C et suivants du Code général des impôts.

Son capital social s'élève à 19.009.271 euros, divisé en 19.009.271 actions ordinaires, intégralement libérées et toutes de même catégorie, dont 664.991 actions auto-détenues et 12.868 actions gratuites ANF IMMOBILIER acquises au titre du plan d'attribution d'actions gratuites ayant fait l'objet d'une attribution le 16 mars 2015 mais encore soumises à une période d'indisponibilité fiscale et sociale à la date de réalisation de la fusion-absorption. Les statuts d'ANF ne mentionnent pas de valeur nominale de ces actions.

Parmi les 664.991 actions auto-détenues ANF IMMOBILIER, 464.183 servent à couvrir les engagements d'ANF IMMOBILIER au titre des plans d'attribution d'actions gratuites (19.674 actions) et de stock-options (444.509 actions). Les 200.808 actions auto-détenues restantes seront annulées de plein droit.

La société a pour objet :

« - 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 clôture son exercice social au 31 décembre.

1.1.3. Lien entre la société absorbée et la société absorbante

ICADE détient à la date de signature du traité de fusion 17.267.439¹ actions d'ANF IMMOBILIER, représentant environ 90,84% du capital et 90,56% des droits de vote de cette société.

¹ Dont 1.000 actions prêtées par ICADE à certains membres du conseil de surveillance d'ANF en vertu de prêts de consommation qui seront résiliés préalablement à la date de réalisation.

Par ailleurs, les deux sociétés ont les dirigeants et administrateurs communs suivants :

- Le directeur général d'ICADE, Monsieur Olivier WIGNIOLLE, est président du conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER.
- Madame Emmanuelle BABOULIN, président du directoire d'ANF IMMOBILIER, est également membre du comité exécutif d'ICADE.
- Madame Victoire AUBRY, membre du conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER, est également membre du comité exécutif d'ICADE.
- Monsieur Antoine de CHABANNES, membre du conseil de surveillance d'ANF IMMOBILIER, est également membre du comité exécutif d'ICADE.

1.2. Contexte de l'opération

L'opération de fusion-absorption envisagée s'inscrit dans le cadre des mesures de rationalisation et de simplification des structures du groupe Icade et s'inscrit dans la continuité des opérations intervenues en 2017 et, notamment :

- (i) L'acquisition par ICADE, le 23 octobre 2017, de la participation majoritaire détenue par EURAZEO dans ANF IMMOBILIER (à savoir 50,48% du capital et 50,23% des droits de vote d'ANF IMMOBILIER) par voie d'acquisition d'un bloc hors marché de 9.596.267 actions ;
- (ii) L'acquisition par ICADE, le 13 novembre 2017, de la participation détenue par CAISSE D'EPARGNE CEPAC dans ANF IMMOBILIER (à savoir 6,42% du capital et 6,39% des droits de vote d'ANF IMMOBILIER) par voie d'acquisition d'un bloc hors marché de 1.219.914 actions ;
- (iii) L'offre publique d'achat consécutive au franchissement par ICADE des seuils de 30% et 50% du capital social et des droits de vote d'ANF IMMOBILIER à la suite des opérations visées au (i) et (ii) ci-avant, étant précisé que la participation d'ICADE dans ANF IMMOBILIER représentait (a) avant ladite offre, 56,90 % du capital et 56,61 % des droits de vote et (b) après l'offre, 84,65 % du capital et au moins 84,28 % des droits de vote d'ANF IMMOBILIER.

Dans le cadre de l'offre publique d'achat, ICADE avait précisé dans la note d'information ayant reçu le visa de l'Autorité des marchés financiers n°17-587 du 14 novembre 2017 son intention de procéder à la fusion-absorption d'ANF IMMOBILIER par ICADE.

1.3. Modalités générales de l'opération

La présente opération de fusion-absorption est placée sous le régime juridique des fusions et, en matière d'impôt sur les sociétés, sous le régime de faveur prévu à l'article 210 A du Code général

des impôts. En matière de droit d'enregistrement, l'opération est soumise au droit fixe conformément aux dispositions de l'article 816 du même code.

La fusion-absorption prendra effet sur le plan comptable et fiscal rétroactivement au 1er janvier 2018.

1.4. Conditions suspensives

La présente opération de fusion-absorption est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- Décision de l'Autorité des marchés financiers constatant qu'il n'y a pas lieu au dépôt d'une offre publique de retrait sur les actions ANF IMMOBILIER sur le fondement de l'article 236-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;
- Approbation de la fusion-absorption par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'ANF IMMOBILIER (y inclus notamment l'approbation de la dissolution sans liquidation d'ANF IMMOBILIER et la transmission universelle de son patrimoine à ICADE) ;
- Approbation de la fusion-absorption par l'assemblée générale des porteurs d'actions à droit de vote double d'ANF IMMOBILIER conformément à l'article L. 225-99 du Code de commerce ;
- Approbation de la fusion-absorption par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'ICADE (y inclus notamment l'approbation de la valeur nette comptable de l'actif net transmis, de la parité d'échange et de l'augmentation de capital d'ICADE en rémunération de la fusion-absorption).

A défaut de réalisation de la fusion le jour de son approbation par l'assemblée générale extraordinaire de la société absorbante, laquelle devra intervenir à l'issue de l'expiration du délai d'opposition des créanciers et, sauf accord contraire écrit des parties, au plus tard le 30 juin 2018 inclus, le traité fusion sera caduc sans qu'aucune indemnité ne soit due de part ni d'autre.

1.5. Description et évaluation des apports

Aux termes du traité de fusion, l'intégralité des éléments d'actif et de passif de la société absorbée, ainsi que des engagements hors bilan et sûretés, constituant le patrimoine de la société ANF IMMOBILIER, est transmise à la société absorbante sous les garanties ordinaires de fait et de droit et sous réserve de la réalisation préalable des conditions suspensives.

Ces éléments du patrimoine d'ANF IMMOBILIER sont apportés à leur valeur nette comptable, telle qu'elle figure dans ses comptes annuels de l'exercice clos au 31 décembre 2017, ayant fait l'objet d'une certification pure et simple de ses commissaires aux comptes, et se présentent comme suit :

| | <u>Montants bruts</u> | <u>A&D</u> | <u>Montants nets</u> |
|---|-----------------------|---------------------|----------------------|
| ACTIF | | | |
| Immobilisations incorporelles | 1 470 285 € | 1 320 860 € | 149 425 € |
| Immobilisations corporelles | 151 644 307 € | 23 053 047 € | 128 591 261 € |
| Immobilisations financières | 132 630 994 € | 985 202 € | 131 645 792 € |
| Total actif immobilisé | 285 745 587 € | 25 359 109 € | 260 386 478 € |
| Créances | 14 092 381 € | 2 155 598 € | 11 936 783 € |
| Divers (disponibilités et VMP) | 67 151 452 € | 3 545 204 € | 63 606 248 € |
| Comptes de régularisation | 50 169 € | - € | 50 169 € |
| Total actif circulant | 81 294 002 € | 5 700 803 € | 75 593 200 € |
| Charges à répartir | 1 270 039 € | 1 270 039 € | - € |
| Montant total des actifs | 368 309 629 € | 32 329 951 € | 335 979 678 € |
| PASSIF | | | |
| Provisions pour risques et charges | | | 769 484 € |
| Dettes financières | | | 13 747 128 € |
| Dettes d'exploitation | | | 7 781 830 € |
| Comptes de régularisation | | | 58 834 € |
| Montant total du passif | | | 22 357 276 € |
| Actif net d'ANF Immobilier au 31 décembre 2017 | | | 313 622 402 € |

A&D = Amortissements & Dépréciations

Afin de déterminer l'actif net apporté, les parties ont également tenu compte :

- d'une part, de la distribution du dividende de 0,80 euro par action décidée par l'assemblée générale du 24 avril 2018 et versée le 4 mai 2018, soit 14.675.280 euros en déduction de l'actif net au 31 décembre 2017, et
- d'autre part, de l'annulation de plein droit des 200.808 actions auto-détenues par ANF IMMOBILIER et ne servant pas de couverture aux plans d'attribution d'actions gratuites et de stock-options² d'une valeur nette comptable de 4.439.865euros, qui viennent également en déduction de l'actif net au 31 décembre 2017.

Sur ces bases, l'actif net apporté est déterminé comme suit :

| | |
|---|----------------------|
| Actif net d'ANF Immobilier au 31 décembre 2017 | 313 622 402 € |
| <i>Déduction du montant de la distribution de dividendes versé le 4 mai 2018</i> | <i>14 675 280 €</i> |
| <i>Annulation de la valeur nette comptable des actions auto-détenues ANF Immobilier (hors couverture des plans d'attribution d'actions gratuites et de stock-options)</i> | <i>4 439 865 €</i> |
| Actif Net Apporté | 294 507 257 € |

² Conformément aux dispositions de l'article L. 236-3 du Code de commerce

1.6. Rémunération des apports

1.6.1. Rapport d'échange

La rémunération des apports a été fixée conventionnellement par les parties sur la base d'une comparaison des valeurs réelles de la société absorbante et de la société absorbée obtenues selon une analyse multicritère.

Sur ces bases, le rapport d'échange s'établit à 3 actions ICADE pour 11 actions ANF IMMOBILIER.

1.6.2. Augmentation de capital

Conformément aux dispositions de l'article L. 236-3 du Code de commerce, il ne sera procédé ni à l'échange des actions ANF IMMOBILIER détenues par ICADE, soit 17.267.439 actions ANF IMMOBILIER au 16 mai 2018, ni à l'échange des 200.808 actions auto-détenues ANF IMMOBILIER qui seront annulées de plein droit.

En conséquence, la rémunération porte sur le solde, soit 1.541.024 actions ANF IMMOBILIER.

En rémunération de l'apport, la société bénéficiaire procédera à une augmentation de capital d'un montant nominal de 640.568,91 euros par émission de 420.242 actions nouvelles attribuées aux titulaires des 1.541.024 actions ANF IMMOBILIER considérées.

En cas de modification du nombre d'actions ANF IMMOBILIER détenues par ICADE, le nombre d'actions ICADE à émettre en rémunération de la fusion et corrélativement le montant nominal de l'augmentation de capital en résultant seraient ajustés de plein droit en conséquence.

Selon les termes du traité, les actionnaires d'ANF IMMOBILIER feront leur affaire personnelle de l'achat ou de la vente des actions formant rompus. Les intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L. 542-1 du Code monétaire et financier mandatés par la société absorbante céderont sur le marché les actions ICADE non attribuées correspondant aux droits formant rompus qui n'auront pas pu être regroupés et répartiront proportionnellement le prix obtenu entre les titulaires de ces droits.

A l'exception des actions nouvelles ICADE émises en rémunération de certaines actions ANF IMMOBILIER servant de couverture aux plans d'actions gratuites et de stock-options et qui seraient soumises à une période d'incessibilité ou à une période de conservation, les actions nouvelles ICADE porteront jouissance courante et bénéficieront des mêmes droits et seront entièrement assimilées aux actions ordinaires préalablement émises et composant le capital social d'ICADE. Elles seront entièrement libérées, libres de toute sûreté et admises aux négociations sur le compartiment A d'EURONEXT PARIS, sous le même numéro d'identification que les actions ordinaires préalablement émises et composant le capital social d'ICADE.

1.6.3. Prime de fusion

La différence entre le montant de la quote-part de l'actif net transmis correspondant aux actions ANF IMMOBILIER échangées, représentant 1.541.024 actions au 15 mai 2018, soit 24.129.709,65 euros, et le montant de l'augmentation de capital d'ICADE, soit 640.568,91 euros, constituera une prime de fusion, représentant 23.489.140,74 euros au 15 mai 2018, sur laquelle porteront les droits des actionnaires anciens et nouveaux.

1.6.4. Mali de fusion

La différence entre la valeur nette comptable des actions ANF IMMOBILIER détenues par ICADE, soit 382.243.654,09 euros au 15 mai 2018, et la quote-part de l'actif net transmis par la société absorbée correspondant, soit 270.377.547,54 euros au 15 mai 2018, constituera un mali de fusion s'élevant à 111.866.106,55 euros au 15 mai 2018.

2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

2.1. Présentation de la parité retenue par les parties

Pour déterminer le nombre d'actions à émettre par la société ICADE en rémunération des apports effectués par la société ANF Immobilier, les parties ont procédé à une comparaison de la valeur réelle par action des sociétés concernées selon une approche multicritère en considérant deux approches principales qui sont présentées de façon détaillée dans l'annexe 4 au traité de fusion :

- la méthode de l'Actif Net Réévalué (« ANR ») Triple Net EPRA au 31 décembre 2017 ;
- la référence au cours de bourse sur la base du cours spot et de la moyenne pondérée calculée sur 1 mois, 3 mois et depuis le 6 décembre 2017, à la date du 11 mai 2018.

Les parties ont également mis en œuvre, à titre illustratif, la méthode des comparables boursiers.

Le tableau ci-après présente les valeurs relatives obtenues par les parties sur la base de ces approches et les parités³ qui en résultent :

³ Rapport de la valeur d'une action ANF Immobilier sur la valeur d'une action ICADE

Tableau 1. Valeurs relatives obtenues par les parties sur la base des approches qu'elles ont retenues

| En € | ANF | ICADE | Parité |
|-------------------------------------|------|-------|--------|
| Méthodes principales | | | |
| Cours moyen pondéré par les volumes | | | |
| Cours de clôture au 11 mai 2018 | 20,7 | 80,0 | 0,26 |
| sur 1 mois | 20,2 | 76,7 | 0,26 |
| sur 3 mois | 20,9 | 76,1 | 0,27 |
| depuis le 6 décembre 2017 | 21,0 | 77,3 | 0,27 |
| ANR Triple Net EPRA au 31/12/2017 | | | |
| avant détachement du dividende | 21,8 | 84,8 | 0,26 |
| après détachement du dividende | 21,0 | 80,5 | 0,26 |
| Méthode illustrative | | | |
| Méthode des comparables boursiers | 19,4 | 90,0 | 0,22 |

Dans cette fourchette, les parties ont arrêté le rapport d'échange à 3 actions ICADE émises en rémunération de 11 actions ANF Immobilier, soit une parité de 0,273⁴.

2.2. Diligences effectuées

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires d'ICADE et d'ANF Immobilier sur les valeurs relatives retenues afin de déterminer le rapport d'échange et d'apprécier le caractère équitable de ce dernier. Elle s'inscrit parmi les autres interventions définies par la loi et prévues par le cadre conceptuel de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes.

En conséquence, notre mission ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des opérations spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Elle n'implique pas non plus validation du régime fiscal applicable à l'opération.

En outre, elle ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc pas être utilisé dans ce contexte. De la même manière, nos travaux ne sont pas assimilables à ceux d'un expert indépendant désigné par l'organe d'administration ou de contrôle d'une des parties.

⁴ $3 / 11 = 0,273$

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Dans ce cadre, nous avons notamment :

- pris connaissance du contexte et des objectifs de la présente fusion ;
- eu des entretiens avec les responsables des sociétés ICADE et ANF Immobilier chargés de l'opération, tant pour appréhender son contexte que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- examiné le projet de traité de fusion-absorption et ses annexes signé le 16 mai 2018 ;
- revu les derniers états financiers annuels et semestriels et vérifié que les comptes annuels et consolidés de l'exercice clos au 31 décembre 2017 des deux sociétés, ont fait l'objet d'une certification pure et simple par les commissaires aux comptes ;
- pris connaissance des rapports de due diligence effectués à la demande d'ICADE sur ANF Immobilier, principalement à l'occasion de l'offre publique d'achat simplifiée (due diligences juridique, fiscale et sociale) ;
- pris connaissance et analysé les travaux d'évaluation portant sur ANF IMMOBILIER et ICADE réalisés par la banque Rothschild afin de déterminer le rapport d'échange, incluant plusieurs échanges et réunions de travail afin d'obtenir des détails et explications complémentaires sur leurs travaux ;
- examiné les rapports d'évaluations immobilières au 31 décembre 2017, produits par des experts immobiliers indépendants, sous tendant la détermination de la valeur de l'actif net réévalué des deux sociétés. Nous nous sommes entretenus avec ces experts immobiliers afin d'apprécier la pertinence des hypothèses structurantes retenues dans le cadre de ces évaluations et nous assurer que ces évaluations avaient été réalisées de manière homogène pour chacune des deux sociétés ;
- pris connaissance du rapport du cabinet Eight Advisory concernant la valorisation du pôle promotion d'ICADE retenue pour la détermination de l'ANR triple net EPRA publié ;
- pris connaissance de l'attestation d'équité établie par l'expert indépendant, Cabinet JPA, désigné le 8 février 2018 par le Conseil de surveillance d'ANF Immobilier ;
- apprécié le caractère adéquat des critères et méthodes retenus pour l'évaluation des actions des sociétés parties prenantes à l'opération, et leur correcte application ;
- recherché et mis en œuvre de méthodes alternatives et apprécié la sensibilité du rapport d'échange aux fourchettes de valeurs ressortant des travaux de valorisation des actions des deux sociétés.

Nous nous sommes également appuyés sur les travaux que nous avons réalisés en qualité de commissaire à la fusion chargé d'apprécier la valeur des apports.

Nous avons obtenu une lettre d'affirmation des dirigeants d'ICADE d'une part et d'ANF Immobilier d'autre part qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission, et notamment l'absence d'élément de toute nature susceptible d'affecter les valorisations déterminées pour chacune des sociétés.

2.3.Appréciation de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

L'appréciation des valeurs relatives attribuées par les parties aux actions des sociétés participant à l'opération appelle les commentaires suivants :

- les approches de valorisation retenues par les parties, et énumérées au paragraphe 2.1, pour la détermination de la valeur réelle des actions sont usuelles et adaptées au regard de l'activité des sociétés concernées, de leur taille et de leur structure financière, ainsi qu'au contexte de la présente fusion ;
- nous avons complété l'analyse en examinant, à titre informatif, la référence aux transactions récentes sur le capital.

2.3.1 Critères d'évaluation écartés par les parties

a) Référence au rendement historique par action

La pertinence de cette référence repose notamment sur l'hypothèse que le dividende versé historiquement est représentatif de la capacité de distribution future.

Or, dans le cas d'espèce, ANF Immobilier a versé au cours des trois derniers exercices un dividende supérieur à son cash-flow courant (Résultat net récurrent EPRA) par action, ce qui n'est pas soutenable à terme. Dans ces conditions, les dividendes historiques d'ANF Immobilier ne constituent pas, selon nous, une référence pertinente.

Cette référence n'a donc pas été retenue.

b) Comparaison des cash-flows courants prévisionnels

La comparaison des cash-flows courants prévisionnels ne s'avère pas pertinente dans le cas présent aux motifs que :

- ICADE est en cours d'élaboration d'un nouveau plan stratégique à moyen terme qui ne sera achevé par sa direction et approuvé par son conseil d'administration que postérieurement à l'émission de nos rapports ;
- le profil de cash-flows d'ANF Immobilier s'est trouvé nettement modifié par la cession d'une partie de son portefeuille à Primonial REIM et est susceptible d'être profondément modifié par sa société-mère ICADE, compte tenu des potentielles synergies consécutives au rapprochement avec ICADE (évolution des frais de structure, diminution des coûts d'emprunt).

Par ailleurs, il ne paraît pas pertinent de se référer aux prévisions des analystes financiers relatifs aux cash-flows courants dans la mesure où un seul analyste suit le titre ANF Immobilier.

c) Référence au cours cible des analystes

Cette référence consiste à comparer les objectifs de cours établis par les analystes financiers pour les sociétés participant à l'opération.

Cette approche ne peut pas être valablement mise en œuvre dans le cas présent puisque le titre ANF Immobilier n'est couvert que par un seul analyste, dont l'objectif de cours correspond, en fait, au prix de l'Offre publique d'achat intervenue en 2017, sans mise à jour depuis.

d) Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (« DCF ») appliquée globalement

Cette méthode consiste à effectuer un plan d'affaires global, sur la base notamment des prévisions effectuées sur chacun des actifs détenus, et à actualiser les flux de trésorerie ainsi déterminés, à un taux qui reflète l'exigence de rendement des apporteurs de capitaux, compte tenu des risques non diversifiables supportés.

Cette méthode s'avère redondante avec l'approche de l'ANR Triple Net EPRA dans la mesure où la méthode des DCF est généralement l'une des méthodes retenues par les experts immobiliers pour évaluer individuellement les actifs immobiliers.

De plus, il convient de rappeler que le plan stratégique moyen terme d'Icade est en cours d'élaboration à la date du présent rapport et que nous ne disposons pas de plan d'affaires sur le périmètre actuel d'ANF Immobilier.

e) Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à évaluer une société sur la base de multiples de valorisation observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables.

Dans le cadre d'une fusion, cette méthode ne s'avère pertinente que si un échantillon distinct peut être identifié pour chaque société. Dans le cas contraire, la mise en œuvre de cette méthode reviendrait à comparer les agrégats sur la base desquels les multiples sont calculés, c'est-à-dire l'ANR Triple Net EPRA, le cash-flow courant par action ou le dividende.

Or, au cas particulier, nous n'avons pas été en mesure d'identifier un échantillon de transactions comparables distinct et représentatif pour chacune des sociétés participant à l'opération.

En conséquence, cette méthode n'a pas été retenue.

2.3.2 Critères d'évaluation retenus par les parties

a) Méthode de l'ANR Triple Net EPRA publié

La méthode de l'ANR Triple Net EPRA publié consiste à prendre en compte la valeur de marché (i) du patrimoine immobilier après déduction des droits de transfert et de la fiscalité latente et (ii) des dettes financières.

Il s'agit du **critère de référence** dans le domaine des sociétés foncières.

La mise en œuvre de cette méthode appelle les commentaires suivants :

- ICADE détermine son ANR Triple Net EPRA sur la base :
 - des valorisations effectuées par des experts immobiliers indépendants sur la totalité de son patrimoine immobilier (immeubles en exploitation, projets, réserves foncières) sauf quelques exceptions (immeubles en cours d'arbitrage ou ayant été acquis depuis moins de trois mois et biens détenus en PPP) ;
 - ces valorisations immobilières sont établies principalement sur la base de la méthode des DCF et par capitalisation. La méthode du bilan du promoteur est utilisée pour l'évaluation des projets en développement ;
 - d'une expertise indépendante réalisée par le cabinet Eight Advisory sur les activités de promotion.
- ANF Immobilier détermine son ANR Triple Net EPRA sur la base :
 - des valorisations effectuées par des experts immobiliers indépendants sur la totalité de son patrimoine immobilier (immeubles en exploitation, projets, réserves foncières) à l'exception d'un projet en phase préliminaire, valorisé au coût réel historique (VNC) ;
 - ces valorisations immobilières sont établies principalement sur la base de la méthode par capitalisation pour les immeubles de bureaux et hôtels et sur la base de la moyenne des méthodes par capitalisation et comparaison pour les immeubles mixtes, afin de tenir compte de leurs caractéristiques ;
 - les valeurs d'expertise d'ANF ont été reprises sans retraitement pour le calcul de l'ANR Triple Net EPRA d'ICADE, à la seule exception de l'immeuble Future Way et cela pour un montant non significatif.
- Les différences de principe identifiées dans la valorisation du patrimoine immobilier d'ICADE et d'ANF Immobilier concernent donc exclusivement la valorisation de leurs projets. Au cas d'espèce, ces différences ont toutefois un impact non significatif sur le calcul de la parité d'échange.
- La fusion intervenant postérieurement au détachement du dividende d'ICADE et d'ANF Immobilier, il apparaît plus pertinent de mettre en œuvre cette méthode sur la base de l'ANR Triple Net EPRA au 31 décembre 2017 après détachement du dividende.

La méthode de l'ANR Triple Net EPRA, qui constitue le critère de référence pour la valorisation des sociétés foncières, aboutit à une valeur par action, **après détachement du dividende intervenu le 2 mai 2018**, de 80,5 euros pour ICADE et de 21,0 euros pour ANF Immobilier, ce qui fait ressortir un rapport d'échange de 0,261.

b) Référence au cours de bourse

Le cours de bourse correspond au prix d'équilibre résultant de la confrontation entre l'offre et la demande émanant des investisseurs, à un instant précis.

Le cours de bourse d'une entreprise est pertinent s'il reflète l'ensemble des informations disponibles concernant cette entreprise et son environnement économique ce qui suppose,

notamment, que l'action soit liquide, c'est-à-dire qu'il puisse être échangé rapidement à un faible coût.

Les parties ont retenu le cours spot et la moyenne des cours, pondérée par les volumes, sur une période d'un mois, trois mois et depuis le 6 décembre 2018, à la date du 11 mai 2018.

Nous estimons que la référence au cours de bourse pour la détermination des parités est pertinente dans la mesure où les actions d'ICADE et d'ANF Immobilier sont suffisamment liquides, même si l'action ICADE bénéficie d'une liquidité supérieure à celle d'ANF Immobilier, comme l'illustre le tableau ci-dessous :

Tableau 2. Comparaison de la liquidité des actions ICADE et ANF Immobilier sur la base du volume moyen échangé et de la valeur du flottant

| | Volume moyen échangé en valeur sur 1 mois (k€) | Valeur du flottant (M€ - spot au 11/05/18) |
|----------------|---|---|
| ANF Immobilier | 8 | 19 |
| ICADE | 6 994 | 2 514 |

Nous estimons, toutefois, que le cours de bourse d'ANF Immobilier n'est pertinent que sur la période du 7 décembre 2017, qui marque la clôture de l'offre publique d'achat, au 9 février 2018, dernier jour de bourse qui a précédé l'annonce de la présente fusion.

Entre le 24 juillet 2017, date d'annonce (i) de la cession d'une partie de son patrimoine par ANF Immobilier à Primonial et (ii) de la cession du bloc d'EURAZEO dans ANF Immobilier, et le 6 décembre 2017, date de clôture de l'offre, le cours d'ANF Immobilier était proche du prix d'offre de 22,15 euros.

A partir du 12 février 2018, date d'annonce de la fusion, le cours d'ANF Immobilier est fortement influencé par la fourchette de parité indicative proposée, dans un premier temps entre 0,25 et 0,30 puis entre 0,26 et 0,28 action ICADE pour une action ANF Immobilier, et non plus par les informations concernant l'action et son environnement économique.

C'est pourquoi nous avons retenu le cours spot et la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes, sur une période d'un mois et depuis le 6 décembre 2018, à la date du 9 février 2018.

Ce critère fait ressortir une parité d'échange comprise entre 0,248 et 0,264.

A titre informatif, nous relevons que la parité calculée sur la base du cours de bourse spot et de la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes, sur une période d'un mois, à la date du 11 mai 2018 est comprise entre 0,259 et 0,264.

c) **Méthode des comparables boursiers**

Cette méthode consiste à évaluer une société sur la base de multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées comparables.

Sa mise en œuvre par les parties appelle les commentaires suivants de notre part.

Cette méthode a été mise en œuvre de manière différenciée entre ICADE et ANF Immobilier.

Les parties ont évalué ICADE sur la base des multiples observées sur la Foncière des Régions en retenant le rapport entre le cours spot au 11 mai 2018 de son action et son ANR Triple Net EPRA par action au 31 décembre 2017.

ANF Immobilier a été évaluée sur la base d'un échantillon composé des sociétés Foncières des Régions, Société de la Tour Eiffel, Foncière IENA et Affine RE en retenant le rapport entre le cours spot au 11 mai 2018 de son action et son ANR Triple Net EPRA par action au 31 décembre 2017.

Nous considérons que cette approche consistant à utiliser des échantillons différenciés entre ICADE et ANF est pertinente pour tenir compte de leurs caractéristiques respectives en termes de composition de leur actif immobilier et de taille.

Néanmoins, nous avons apporté certaines modifications dans la mise en œuvre de cette méthode, que nous avons considérée à titre secondaire en l'absence de sociétés pleinement comparables à ICADE d'une part et ANF Immobilier d'autre part :

- Nous avons élargi l'échantillon retenu pour ICADE en incluant la société GECINA.
- Nous avons modifié l'échantillon retenu pour ANF Immobilier pour qu'il soit composé des sociétés CeGeREAL, AFFINE RE, Foncière INEA, SCBSM et Société de la Tour Eiffel.
- Nous avons retenu le multiple du cours de bourse, éventuellement corrigé du dividende versé, calculé sur une moyenne pondérée par les volumes d'un mois, rapporté à l'ANR Triple Net EPRA au 31 décembre 2017.

L'ensemble de ces analyses nous conduit à une parité de 0,219.

2.3.3 Critère d'évaluation mis en œuvre à titre informatif

Nous avons analysé les transactions récentes hors-marché identifiées sur le capital des sociétés participant à l'opération :

- Concernant ANF Immobilier : cession du bloc majoritaire d'EURAZEO suivi d'une offre publique d'achat simplifiée au prix de 22,15 euros par action et achat d'un bloc minoritaire de Sogecap en février 2018 également au prix de 22,15 euros par action.
- Concernant ICADE : cession le 19 juin 2017 par Groupama d'une participation minoritaire de 12,95% à Crédit Agricole Assurances sur la base du cours de bourse de 74,5 euros par action.

La référence aux transactions sur le capital ne peut être mise en œuvre de façon homogène pour les deux sociétés et les résultats de ce critère, de portée très limitée, sont donc donnés uniquement à titre informatif aux motifs que :

- Les transactions sur le capital d'ANF s'inscrivent dans le cadre d'une cession majoritaire incluant une prime de contrôle (+5,7% par rapport à l'ANR Triple Net EPRA au 30 juin 2017).
- La transaction sur le capital d'ICADE s'inscrit dans le cadre de la cession d'une participation minoritaire, sans prime de contrôle, réalisée sur la base du cours de bourse du jour de l'opération et faisant ressortir une décote de -5,2% par rapport à l'ANR Triple Net EPRA au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017.
- L'ANR Triple Net EPRA d'ICADE a progressé de +7,9% sur le second semestre 2017 tandis que celui d'ANF Immobilier a légèrement régressé de -0,8% sur la même période.

A titre purement informatif, ces transactions font ressortir une parité d'échange de 0,297.

Nous n'avons pas identifié d'autre critère d'évaluation pertinent et susceptible d'être mis en œuvre de manière homogène pour les deux sociétés.

3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange

3.1. Rapport d'échange proposé par les parties

A la suite de l'analyse menée selon une approche multicritère par les parties (§ 2.1), celles-ci ont arrêté, d'un commun accord, le rapport d'échange de 11 actions de la société absorbée pour 3 actions de la société absorbante.

3.2. Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé. Dans ce cadre, nous avons :

- analysé le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes déterminées par référence à une approche multicritère ;

En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux décrits en § 2.3 ci-dessus, que nous avons mis en œuvre à l'effet de vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'action de la société absorbée et de la société absorbante.

- appréhendé l'incidence du rapport d'échange sur la situation future des actionnaires des deux sociétés.

3.3.Appréciation et positionnement du caractère équitable du rapport d'échange

Sur la base de nos analyses et appréciations ainsi que des résultats des méthodes les plus pertinentes décrits en section 2 supra, la parité se présente comme suit :

| | ANR Triple Net EPRA | Cours de bourse |
|-----------------|---------------------|-----------------|
| Ratio d'échange | 0,261 | 0,248 – 0,264 |

Nous constatons que le rapport d'échange de 11 actions de la société absorbée pour 3 actions de la société absorbante correspondant à un ratio de 0,273 résulte de la comparaison des valeurs relatives jugées les plus pertinentes ressortant de la méthode de l'ANR Triple Net EPRA et de la référence au cours.

En s'inscrivant légèrement au-dessus du haut des fourchettes déterminées, ce ratio d'échange présente une prime de 3% à 10%, favorable à l'actionnaire minoritaire d'ANF Immobilier sans qu'il ait pour autant une incidence notable pour l'actionnaire d'Icade, comme il sera développé dans le § 3.4 infra.

3.4.Impact de la fusion pour les actionnaires

3.4.1 *Concernant les actionnaires minoritaires d'ANF Immobilier :*

📌 Analyse de la relation/dilution pour l'actionnaire ANF Immobilier

Compte tenu du rapport d'échange proposé, la présente fusion apparaît relative pour l'actionnaire minoritaire d'ANF Immobilier en termes de résultat net récurrent par action.

En effet, la comparaison des résultats nets récurrents 2017 fait ressortir une relation significative en considérant soit le résultat net récurrent publié, soit le résultat net récurrent proforma, c'est-à-dire retraité des cessions significatives intervenues sur le patrimoine historique de la société.

L'examen des données prévisionnelles 2018 disponibles pour ICADE (consensus des analystes) et ANF Immobilier (budget) confirment le caractère relatif de la fusion pour les actionnaires ANF Immobilier sur ce critère.

De plus, la politique de distribution d'ANF Immobilier n'apparaissait pas soutenable à terme, dès lors que les dividendes distribués s'avéraient supérieurs aux résultats nets récurrents. Avec la fusion, l'actionnaire ANF Immobilier accèdera à une politique de distribution équilibrée, sans compter que la comparaison des dividendes 2017 versés en 2018 apparaît également favorable à l'actionnaire ANF Immobilier avec une relation de 47%.

La parité retenue étant également supérieure à celle issue de la comparaison des ANR Triple Net EPRA publié, l'opération sera également relative en termes d'ANR par action pour les actionnaires minoritaires d'ANF Immobilier.

Autres conséquences pour l'actionnaire ANF Immobilier

A travers la fusion, l'actionnaire ANF Immobilier accèdera à une plus grande liquidité de son titre, l'action ICADE présentant un flottant et des volumes nettement plus significatifs, comme exposé ci-dessus au tableau 2 § 2.3.2 (b).

Il accèdera également à un « pipe » de projets à développer nettement plus important si l'on se réfère aux communications d'ICADE qui font état de réserves foncières de l'ordre 950 000 m² et d'un potentiel de création de valeur estimé à 0,5 Md€⁵.

3.4.2 Concernant les actionnaires d'ICADE:

Pour ICADE, la présente fusion s'inscrit dans le cadre de l'acquisition d'ANF Immobilier, laquelle participe à la réalisation de son plan stratégique et de ses objectifs de développement.

L'opération est relativement neutre pour les actionnaires d'ICADE compte tenu de la faible création de nouveaux titres ICADE dans le cadre de la fusion, soit environ 0,57% du capital actuel.

Elle n'entraînera pas de dilution notable tant en termes de cash-flow net courant par action⁶ ou de dividende potentiel que d'ANR Triple Net EPRA par action.

En effet, la comparaison du cash-flow net courant 2017 d'ICADE et du résultat net récurrent 2017 d'ANF Immobilier fait ressortir une dilution de 0,2%.

Si on se réfère au montant global⁷ de dividende distribué au titre de l'exercice 2017 par ICADE et ANF Immobilier, et ce sans préjuger de la politique de distribution de dividende futur, la dilution en termes de dividende pour les actionnaires d'ICADE sera limitée à 0,2%.

La parité retenue aura également un effet dilutif extrêmement limitée à -0,02% sur l'ANR Triple Net EPRA des actionnaires d'ICADE.

Dans ces conditions, le rapport d'échange proposé nous paraît équitable pour les différents groupes d'actionnaires et n'appelle pas d'autre remarque de notre part.

⁵ Cf. ICADE - Présentation des résultats annuels 2017, pages 61 et 63

⁶ Il se compose principalement du résultat net récurrent de l'activité foncière et du cash-flow net courant de l'activité promotion.

⁷ C'est-à-dire le montant du dividende distribué par ICADE et le montant du dividende concernant les actions à échanger, soit 1.541.024 actions ANF Immobilier.

4. Synthèse

Les valeurs relatives retenues par les parties, selon des critères de valorisations homogènes, pour déterminer le rapport d'échange, sont issues de méthodes d'évaluation usuelles au cas d'espèce des sociétés foncières.

S'agissant de foncières, nous privilégions la méthode de l'ANR Triple Net EPRA, qui constitue la méthode de référence en matière d'évaluation et de transaction sur ce type de sociétés, complétée de la référence au cours de bourse.

Nos travaux nous conduisent à appeler l'attention sur les points suivants :

- Les travaux d'évaluation, notamment ceux liés aux expertises immobilières, sont basés sur des prévisions et sur des taux exposés à l'évolution économique.
- Les hypothèses et prévisions nous semblent cohérentes avec nos travaux d'analyse de l'évolution et des perspectives du secteur immobilier à partir de nos bases de données et des notes récentes d'analystes.

Ces remarques ne remettent pas en cause notre appréciation mais en font partie intégrante.

Nous avons apprécié le caractère équitable du rapport d'échange proposé en référence à ces mêmes valeurs relatives.

Nous n'avons pas relevé d'élément susceptible de remettre en cause les valeurs relatives retenues par les parties et le rapport d'échange proposé.

5. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 11 actions ANF Immobilier pour 3 actions ICADE, arrêté par les parties, présente un caractère équitable.

Paris, le 16 mai 2018


FINEXSA
OLIVIER PERONNET

DK EXPERTISES & CONSEIL


DIDIER KLING

Commissaires à la fusion

Membres de la Compagnie Régionale de Paris