

**DIDIER KLING**  
EXPERT-COMPTABLE  
COMMISSAIRE AUX COMPTES  
28, AVENUE HOICHE  
75008 PARIS

**JACQUES POTDEVIN**  
EXPERT-COMPTABLE  
COMMISSAIRE AUX COMPTES  
7, RUE GALILEE  
75116 PARIS

## **Affine R.E.**

Société Anonyme  
au capital de 53 100 000 Euros  
5 rue Saint Georges  
75 009 PARIS  
RCS DE PARIS : 712 048 735

---

**RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION  
SUR LA VALEUR DES APPORTS  
DANS LE CADRE DE LA FUSION PAR VOIE D'ABSORPTION  
DE LA SOCIETE AFFIPARIS PAR LA SOCIETE AFFINE R.E.**

(Articles L.236-10 et L.225-147 du Code de commerce)

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 Paris en date du 27 juin 2012 concernant l'opération de fusion par voie d'absorption de la société AFFIPARIS par la société AFFINE R.E., nous avons établi le présent rapport prévu par l'article L 236-10-III du Code de commerce.

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

L'actif net apporté, sur la base de comptes annuels de la société absorbée au 31 décembre 2011, a été arrêté dans le projet de traité de fusion signé par les parties en présence en date du 25 septembre 2012.

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. A cet effet, nous avons effectué les diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicables à cette mission ; cette doctrine requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée.

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 la date de signature.

Nous avons accompli notre mission conformément aux dispositions de l'article L.225-147 du Code de commerce et vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et conclusions présentées dans l'ordre suivant :

## **I. Description générale de l'opération**

- I.1 Présentation des sociétés concernées
- I.2 Motifs et but de l'opération
- I.3 Charges et conditions de l'opération

## **II. Evaluation, description et rémunération des apports**

- II.1 Description des apports
- II.2 Rémunération des apports

## **III. Diligences et appréciation de la valeur des apports**

- III.1 Diligences effectuées
- III.2 Choix du mode d'évaluation
- III.3 Appréciation de la valeur des apports

## **IV. Synthèse**

## **V. Conclusion**

## **I Description générale de l'opération**

### **I.1 Présentation des sociétés concernées**

#### **I.1.1 AFFINE R.E., société absorbante**

La société Affine R.E, société anonyme au capital de 53 100 000 euros, dont le siège social est situé au 5 rue Saint Georges - 75009 Paris, est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 712 048 735 et représentée par son Président Directeur Général, Madame Maryse Aulagnon.

Les actions de la société Affine sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000036105. Elle 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.

La société Affine R.E (ci-après « Affine ») est une société foncière. Elle a pour objet l'acquisition, la vente, la location d'immeubles, ainsi que la participation à toutes sociétés immobilières, industrielles ou commerciales.

La société est propriétaire, au 30 juin 2012, d'un portefeuille de 55 actifs immobiliers (commerces, bureaux et entrepôts).

La société Affine est actionnaire à hauteur de 49,5 % de Banimmo, une foncière de repositionnement belge cotée. Elle détient également 87,7% du capital de la société AffiParis.

Le tableau suivant reprend de façon synthétique les principaux indicateurs mesurant les performances historiques de la société Affine :

Affine	31.12.09	31.12.10	31.12.11	30.06.12
Revenus locatifs	54,4	50,0	48,3	23,1
EBITDA	34,4	34,6	34,7	17,4
Variation JV	-36,3	-3,8	1,7	-4,8
RO NET	-1,1	25,9	36,6	9,7
Coût de l'endettement financier	3,8%	3,7%	4,0%	3,9%
RN	-4,6	10,5	16,6	0,9
Résultat EPRA	15,6	16,0	18,5	9,7
<hr/>				
Valeur du patrimoine	760,2	686,5	672,2	664,3
Dette financière nette	535,0	465,3	434,7	438,5
Ratio LTV	55,0%	51,5%	50,8%	52,1%
ANR IFRS HD	275,9	274,1	275,0	265,5
ANR EPRA HD	284,4	281,9	287,6	279,5
ANR triple net EPRA HD	Nd	Nd	317,9	308,7
<hr/>				
Par action (hors autocontrôle)				
ANR IFRS HD	30,5	29,4	27,7	26,8
ANR EPRA HD	31,4	30,3	29,0	28,2
ANR triple net EPRA HD	Nd	Nd	32,0	31,1
Dividende	1,78	2,43	1,2	Nd

L'exercice social de la société Affine commence le 1er janvier et finit le 31 décembre de chaque année.

### I.1.2 AFFIPARIS, société absorbée

La société AffiParis, société anonyme au capital de 29 700 000 euros, dont le siège social est situé au 5 rue Saint Georges - 75009 Paris, est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 379 219 405 et représentée par son Président Directeur Général, Monsieur Alain Chaussard.

La société AffiParis est une société foncière dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext sous le code ISIN FR0010148510. Elle a opté pour le statut SIIC.

Elle a pour objet social principal l'acquisition, la construction, la location, la prise de bail, la vente de tous types de biens et droits immobiliers.

La société est propriétaire au 30 juin 2012 d'un portefeuille de 10 actifs immobiliers : bureaux, commerce et entrepôts ainsi qu'un ensemble de parkings, situés principalement à Paris.

Les principaux indicateurs mesurant les performances historiques de la société AffiParis sont repris dans le tableau synthétique suivant :

<b>Affiparis</b>	<b>31.12.09</b>	<b>31.12.10</b>	<b>31.12.11</b>	<b>30.06.12</b>
Revenus locatifs	12,8	12,2	11	5,5
EBITDA	10,5	8,4	8,4	4,3
Variation JV	-12,7	3,5	4,8	-6,8
RO NET	-2,1	11,6	15,9	-2,6
Coût de l'endettement financier	-7,3	-6,5	-6,6	-2,9
RN	-11	5,1	9,2	-5,5
Résultat EPRA	3,2	1,9	1,8	1,4
<hr/>				
Valeur du patrimoine	206,1	201,3	202,5	194,8
Dette financière nette	138,8	135	124	123,3
Ratio LTV	63,40%	63,20%	57,60%	59,60%
ANR IFRS HD	32,5	37,6	71,2	64,4
ANR EPRA HD	39,6	44,6	78,3	71,5
ANR triple net EPRA HD	n.d	44,6	79,9	73,6
<hr/>				
Par action (hors autocontrôle)				
ANR IFRS HD	11,28	13,04	12,64	11,44
ANR EPRA HD	13,76	15,48	13,9	12,7
ANR triple net EPRA HD	n.d	15,47	14,2	13,08
Dividende	0	0,42	0,22	0

L'exercice social de la société AffiParis commence le 1<sup>er</sup> janvier et finit le 31 décembre de chaque année.

### I.1.3 Liens entre les sociétés

La société Affine a acquis le contrôle de la société AffiParis (anciennement dénommée Compagnie Foncière Fideimur) en février 2007. A ce jour, elle détient 87,7% du capital de la société absorbée et 87,9% de ses droits de vote.

Par conséquent, les sociétés prenant part à l'opération sont sous contrôle commun. Madame Maryse Aulagnon, Président Directeur Général d'Affine, est également administrateur d'AffiParis.

Monsieur Alain Chaussard, Président Directeur Général d’AffiParis, est directeur général délégué d’Affine.

## **I.2 Motifs et but de l’opération**

La société Affine a projeté de simplifier et de rationaliser l’organigramme juridique du groupe afin de permettre, notamment, d’optimiser les coûts de fonctionnement et de permettre également aux actionnaires minoritaires d’AffiParis de recevoir à la suite de la fusion des titres Affine offrant des perspectives de visibilité et de liquidité plus larges ainsi qu’un rendement plus élevé.

## **I.3 Charges et conditions de l’opération**

### **I.3.4 Date d’effet**

Les opérations réalisées par la société absorbée à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2012 à 0 heure, date d’ouverture de l’exercice de la société absorbante et de la société absorbée qui sera en cours à la date de réalisation de la fusion objet du présent rapport, seront considérées de plein droit, d’un point de vue comptable et fiscal, comme ayant été accomplies pour le compte de la société absorbante qui supportera exclusivement les résultats actifs ou passifs de l’exploitation des biens et droits transmis.

### **I.3.2 Régime fiscal**

L’opération de fusion envisagée sera réalisée avec effet rétroactif au 1<sup>er</sup> janvier 2012 à 0 heure. En conséquence, les résultats bénéficiaires ou déficitaires produits à compter de la date d’effet par l’exploitation de la société absorbée, seront englobés dans le résultat imposable de la société absorbante.

En matière de droits d’enregistrement, conformément aux dispositions des articles 816-I et 817 A du CGI, la formalité de l’enregistrement sera effectuée moyennant le paiement du droit fixe de 500 euros.

Les représentants de la société absorbante et de la société absorbée ont déclaré placer l’opération de fusion envisagée sous le régime de faveur prévu à l’article 210 A du Code général des impôts, la société absorbante s’engageant à respecter l’ensemble des prescriptions visées par ledit article 210 A du Code général des impôts.

En matière de taxe sur la valeur ajoutée, l’opération est placée sous le régime prévu par l’article 257 bis du CGI.

### I.3.3 Date de réalisation

D'un point de vue juridique, la fusion sera définitivement réalisée à l'issue de la plus tardive des assemblées générales extraordinaire des actionnaires d'Affine et d'AffiParis appelée à approuver la présente fusion

### I.3.4 Comptes de référence et conditions suspensives

Les comptes de référence de la société absorbante et de la société absorbée au 31 décembre 2011 servent de base à l'établissement des termes et conditions de la fusion objet du présent rapport, étant précisé que la société absorbée transférera à la société absorbante l'intégralité de ses actifs et passifs dans l'état où ils se trouveront à la date de réalisation définitive de la fusion objet du présent rapport.

Celle-ci ne deviendra définitive que sous réserve de la réalisation de la condition suspensive suivante :

- l'obtention par la société absorbante de la décision de l'Autorité des marchés financiers (AMF) lui permettant de ne pas avoir à lancer une offre publique de retrait ou toute autre offre publique, en application des dispositions de l'article 236-6 du Règlement Général de l'AMF (et l'absence de tout recours contre une telle décision dans les délais de recours applicables) ;
- l'approbation de la Fusion par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'AffiParis ;
- l'approbation de la fusion par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'Affine.

A défaut de réalisation des conditions suspensives susvisées au plus tard le 31 décembre 2012, sauf prorogation d'un commun accord entre les Parties, le présent traité de fusion sera caduc de plein droit, sans qu'aucune indemnité ne soit due par l'une ou l'autre des Parties.

## II Description et rémunération des apports

### II.1 Description des apports

Aux termes du projet de traité de fusion, l'actif apporté et le passif pris en charge consistent en l'ensemble des droits, biens et obligations de la société absorbée tels qu'ils existeront au jour de réalisation définitive de la fusion.

A la date du 31 décembre 2011, date des comptes de référence de la société absorbée servant de base à l'établissement des conditions de la fusion objet du présent rapport, les actifs et les passifs de la société absorbée étaient composés des éléments suivants, étant précisé que cette liste est établie à titre purement indicatif et n'est pas exhaustive.

#### II.1.1 Actifs apportés

Comptes de référence 31/12/2011 :

Actif apporté	Valeur nette
Immobilisations incorporelles	-
Immobilisations corporelles	179 852 728,18 €
Immobilisations financières	5 871 608,34 €
Créances	6 609 542,06 €
Autres actifs (dont trésorerie)	7 934 188,01 €
Compte de régularisation	2 248 690,99 €
<b>Total Actif apporté</b>	<b>202 516 757,58 €</b>

#### II.1.2 Passifs pris en charge

Comptes de référence 31/12/2011 :

Passifs pris en charge	Montant
Provisions pour risques & charges	100 000,00€
Dettes financières	134 488 555,80€
Dettes d'exploitation	1 994 020,17 €
Dettes fiscales et sociales	324 920,57 €
<b>Total Passif pris en charge</b>	<b>136 907 496,54 €</b>



### II.1.3 Actif net apporté

Total Actif apporté	202 516 757,58 €
Total Passif pris en charge	136 907 496,54 €
<b>Actif net apporté avant distribution de dividendes</b>	<b>65 609 261,02 €</b>
Dividendes versés au cours du 1er semestre 2012	1 243 242,00 €
<b>Actif net apporté après distribution de dividendes</b>	<b>64 366 019,02 €</b>

Sur ces bases, il ressort que la quote-part de l'actif net comptable revenant aux actionnaires de la société AffiParis autres que la société Affine et hors autocontrôle (13 927 actions au 24 septembre 2012), est égale à 7 808 408 euros ( $64\,366\,019,02\text{€} * 683\,860 / 5\,637\,173$ ).

Les engagements hors bilan apportés sont ceux mentionnés dans l'annexe des comptes annuels au 31 décembre 2011 dans sa note 11.

A titre d'information, une perte intercalaire de la société absorbée a été estimée au 30 juin 2012 à 6 089 897,40 euros. Aucune provision n'est à constater chez l'absorbante dès lors que la valeur réelle d'AffiParis est supérieure à son actif net comptable apporté.

Ce résultat tient compte de la dépréciation de l'immeuble Baudry pour 6,5 M€ et du prix de cession des bureaux situés à Toulouse et d'un local d'activité à Lezennes pour un montant total de 1M€.

## II.2 Rémunération des apports

La rémunération des apports de la société AffiParis a été déterminée conventionnellement par les parties sur la base des valeurs réelles des deux sociétés selon une approche multicritères.

Les parties ont arrêté un ratio d'échange de 0,46 action Affine pour une action AffiParis.

Conformément aux dispositions de l'article L236-3 du Code de commerce, il ne sera pas procédé à l'échange des 4 953 313 actions AffiParis détenues par Affine; celles-ci ainsi que les 13 927 actions propres détenues par AffiParis seront donc annulées.

Ainsi, et compte tenu de l'actif net apporté par la Société AffiParis, et conformément au rapport d'échange, la société Affine n'émettra que 314 576 actions nouvelles pour un montant nominal de 1 855 577 euros, au profit aux actionnaires de la société AffiParis autres que la société Affine.

La prime de fusion représente la différence entre la quote-part de l'actif net apporté revenant aux actionnaires de la société AffiParis autres que la société Affine, soit 7 808 408 euros, et l'augmentation nominale du capital d'Affine, soit 1 855 577 euros, qui correspond donc à 5 952 830 euros.

Aucun avantage particulier n'est octroyé dans le cadre de l'apport.

### **III Diligences et appréciation de la valeur des apports**

#### **III.1 Diligences effectuées**

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes pour apprécier la valeur des apports.

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société absorbante sur la valeur des apports. 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 être utilisé dans ce contexte.

Par ailleurs, l'opération qui est soumise à votre approbation s'inscrit dans le cadre d'un projet global ayant pour objet la simplification et la rationalisation de l'organigramme juridique du groupe Affine, sur lequel il vous appartient de vous prononcer et sur lequel nous ne formulons aucun avis d'ordre financier, fiscal, juridique, patrimonial ou comptable, de quelque nature que ce soit.

Il résultera de l'annulation des titres AffiParis détenus par Affine la constatation d'un mali de fusion. Le calcul de celui-ci est impacté par les 13 927 actions propres détenues par AffiParis. Dans le cadre de notre mission, il ne nous appartient pas de vérifier le calcul de ce mali de fusion.

Nos diligences ont consisté pour l'essentiel :

- à nous entretenir avec les représentants des sociétés concernées, afin de comprendre l'opération envisagée et le contexte dans lequel elles se situent et d'analyser les modalités retenues ;
- à prendre connaissance de l'activité et du marché des sociétés ;
- à examiner les informations comptables servant de base à l'opération ;

- à nous assurer que les comptes annuels ainsi que les comptes consolidés de la société absorbée ont fait l'objet d'une certification sans réserve au 31 décembre 2011 ;
- à nous assurer que les comptes intermédiaires au 30 juin 2012 de la société absorbée ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes, n'ayant révélé aucune anomalie significative ;
- à nous assurer que les comptes semestriels consolidés au 30 juin 2012 d'AffiParis ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes, n'ayant révélé aucune anomalie significative ;
- à contrôler l'exhaustivité des actifs et des passifs transmis à la société Affine ;
- à nous assurer que les actifs transférés étaient librement transmissibles, à l'exception des actifs mentionnés en annexe 5 du projet de traité de fusion ;
- à prendre connaissance du rapport de l'expert indépendant mandaté par AffiParis ;
- à effectuer différentes analyses permettant d'apprécier la valeur des apports ;
- à vérifier, jusqu'à la date du présent rapport, l'absence de fait ou d'événement susceptible de remettre en cause la valeur des apports ;
- à demander aux dirigeants de la société absorbée de nous confirmer l'exhaustivité des informations transmises sur cette opération, ainsi que l'absence d'événement significatif susceptible de remettre en cause la valeur des apports ;
- à prendre connaissance du projet de traité de fusion.

### **III.2 Choix du mode d'évaluation**

Compte tenu du caractère rétroactif de l'opération au 01 janvier 2012 et en application du règlement 2004-01 du 4 mai 2004 du Comité de la Réglementation Comptable relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, s'agissant d'une opération de fusion entre sociétés sous contrôle commun, les éléments d'actif transmis et de passif pris en charge ont été repris dans le projet de fusion pour leur valeur nette comptable telle qu'elle figure dans les comptes de la société AffiParis au 31 décembre 2011.

Ce mode d'évaluation n'appelle pas d'observation particulière de notre part.

### III.3 Appréciation de la valeur des apports

#### III.3.1 Appréciation de la valeur individuelle des apports

L'identification des éléments d'actifs apportés et de passifs transférés a été réalisée à partir des comptes de la société AffiParis au 31 décembre 2011 ayant fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes.

Il convient de préciser que, compte tenu de son activité de foncière, le patrimoine de la société AffiParis fait l'objet d'une expertise indépendante à chaque arrêté comptable.

La valeur au 31 décembre 2011 de l'immeuble Baudry, dont les loyers représentent 45% du total des loyers d'AffiParis, n'appréhende pas l'ajustement à la baisse résultant de l'offre d'acquisition reçue en mai 2012. En outre, l'actif transmis intègre deux actifs, des bureaux à Toulouse et un local d'activité à Lezennes, qui ont fait l'objet d'une cession au cours du premier semestre 2012.

Néanmoins, cet ajustement de valeur est intégré à l'actif net réévalué du 30 juin 2012.

Nos travaux n'ont pas révélé d'anomalie concernant la valeur individuelle des apports connue à la date d'établissement de notre rapport.

#### III.3.2 Appréciation de la valeur globale des apports

Comme indiqué supra, l'actif net apporté de la société AffiParis indiqué dans le projet de fusion correspond à l'actif net comptable tel qu'il ressort des comptes annuels arrêtés au 31 décembre 2011.

Afin d'apprécier la valeur globale de l'apport, nous nous sommes assurés que cette valeur était inférieure ou égale à la valeur réelle de la société AffiParis.

Nous avons examiné les évaluations de la société absorbée, réalisées en interne, mises en œuvre pour calculer la parité de fusion dans le cadre de la présente opération selon une approche multicritères.

A titre de recoupement, nous avons pris connaissance des travaux de l'expert indépendant.

Les évaluations mises en œuvre par AffiParis sont basées sur les méthodes :

- Actif net réévalué IFRS (ANR) ;
- actif net réévalué EPRA (European Public Real Estate Association) ;
- actif net réévalué triple net EPRA ;
- résultat EPRA ;
- cours de bourse.

Les approches d'évaluation suivantes ont été écartées car jugées inadaptées à AffiParis :

- Dividendes ;
- objectifs de cours des analystes financiers ;
- actualisation des flux de trésorerie disponibles ;
- cash-flows courants par action ;
- multiples de transactions comparables ;
- multiples de comparables boursiers.

#### III.3.2.1 En ce qui concerne les méthodes d'évaluation écartées :

Nous sommes en accord avec la société AffiParis sur ces méthodes écartées que nous ne jugeons pas pertinentes pour les raisons suivantes :

- Dividendes : malgré son statut de SIIC, la société n'a pas eu de politique de dividende régulière au cours des dernières années.
- Objectifs de cours des analystes financiers : la société AffiParis n'est suivie que par un seul analyste financière Gilbert Dupont qui est également teneur de marché.
- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) : elle consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie futurs susceptibles d'être générés par l'activité.

Or, l'expert immobilier a évalué le patrimoine d'AffiParis selon la méthode de capitalisation de la valeur locative, qui n'est autre qu'une actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie.

Par conséquent, la mise en œuvre d'une méthode de DCF serait redondante avec la méthode de l'ANR établie sur la base des valorisations de l'expert immobilier.

- Cash-flows courants par action : cette méthode est similaire à celle basée sur le résultat EPRA.

- Multiples de transactions comparables : les transactions concernant des foncières identifiées depuis 2010 : Icade/Silic : mars 2012, Foncière Paris France : décembre 2011, Eurosic : juin 2011, Gecimed : mai 2011, Tesfran : mai 2011, Avenir & Investissement : décembre 2010, Compagnie de la Lucette : mars 2010 ; portent sur des sociétés peu comparables à AffiParis en terme de type d'actifs composant le patrimoine, d'implantation géographique et de taille mesurée par la capitalisation boursière et par l'ANR.

- Multiples de comparables boursiers : les comparables boursiers présentent trop de différences avec AffiParis pour permettre à cette méthode d'obtenir des résultats satisfaisants.

### III.3.2.2 En ce qui concerne les méthodes d'évaluation retenues

#### Actif net réévalué (ANR) IFRS, EPRA et triple net EPRA :

L'ANR consiste à ajuster les capitaux propres par rapport à la valeur de marché des actifs et passifs de la société. Il constitue l'indicateur de référence pour la valorisation des sociétés foncières.

Dès lors, nous la considérons comme étant la méthode de valorisation la plus pertinente.

L'ANR est publié à chaque arrêté dans l'annexe comptable. Il fait l'objet d'une certification par les commissaires aux comptes. Nous reprenons dans le tableau ci-après les ANR publiés par AffiParis :

	Par action en €		Valeur globale en M€	
	31 décembre 2011	30 juin 2012	31 décembre 2011	30 juin 2012
ANR hors droits	12,64	11,44	71,1	64,4
ANR EPRA hors droits	13,9	12,7	78,2	71,5
ANR triple net EPRA hors droits	14,2	13,08	79,9	73,6

Sur cette base, il ressort selon le type d'ANR considéré, une valeur de la société AffiParis comprise entre 64,4 M€ et 79,9 M€ valeurs supérieures ou égales à la valeur de l'actif net apporté.

La valeur des immeubles est déterminée sur la base soit du rapport d'expertise de la société Cushman & Wakefield, actualisé à chaque arrêté comptable, soit du prix de mandat de vente ou d'offre d'acquisition.

Nous avons pris connaissance des valorisations effectuées par l'expert immobilier et des tests de sensibilité. Nous nous sommes assurés de la cohérence des paramètres de calcul retenus, notamment du taux de capitalisation.

Nous avons pris connaissance du processus d'établissement des valorisations et des diligences effectuées par les commissaires aux comptes.

Nous avons consulté les mandats de vente et les offres d'acquisition.

Cette méthode n'appelle pas d'observations particulières de notre part.

### Résultat EPRA :

Cette approche basée sur le résultat récurrent, a été retenue uniquement pour le besoin de déterminer la parité d'échange dans le cadre de la présente opération de fusion.

Il s'agit d'un flux unique ne reflétant pas la valeur des fonds propres de la société AffiParis, nous ne l'avons pas retenu pour apprécier la valeur réelle de la société absorbée.

### Cours de bourse

Les actions d'AffiParis sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext.

Le tableau ci-dessous présente les différentes moyennes de cours calculées à la date du 19 septembre 2012 :

#### **Moyennes pondérées des cours de bourse de AFFIPARIS au 19/09/2012**

	<b>€/action</b>
Cours de clôture (le 19/09/2012)	8,0
CMPV* 1 mois	7,7
CMPV* 2 mois	7,4
CMPV* 3 mois	7,4
CMPV* 6 mois	7,6
CMPV* 12 mois	8,4
Plus haut 12 mois	10,1
Plus bas 12 mois	6,8

\* Cours moyen pondéré par les volumes

Source : Euronext

Sur la base d'un cours moyen sur 1 mois et sur 2 mois, tenant en compte de l'annonce de l'opération de fusion et de la publication des résultats semestriels, la valeur d'AffiParis est comprise entre 41,6M€ et 43,3M€.

Nous n'avons pas retenu la référence au cours de bourse dans la mesure où la taille du flottant (12% des actions AffiParis) et la liquidité du titre AffiParis sont faibles. De plus, le cours de bourse des sociétés foncières reflète son ANR avec le plus souvent une décote.

#### Analyse de la liquidité de l'action AFFIPARIS

Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés (moyenne quotidienne)	Titres échangés (cumul)	Volume cumulé (% du nombre total d'actions) (1)	Volume cumulé (% du flottant) (2)
Spot 19/09/12	309	309	0,01%	0,04%
Moyenne 1 mois	342	7 859	0,14%	1,13%
Moyenne 2 mois	451	20 274	0,36%	2,92%
Moyenne 3 mois	324	21 685	0,38%	3,12%
Moyenne 6 mois	603	77 206	1,37%	11,11%
Moyenne 1 an	623	161 317	2,85%	23,21%

Source : Euronext, 19/09/2012

1 : Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

2 : Ratio entre le nombre total de titres échangés et le flottant

## IV Synthèse

L'actif net apporté par la société AffiParis est essentiellement constitué d'immeubles de placement. Dès lors, pour une société foncière, la méthode basée sur l'ANR constitue la méthode la plus pertinente pour l'appréciation de la valeur des apports.

Les différents ANR retenus intègrent la juste valeur des immeubles à la date de l'arrêté comptable. Cette juste valeur a été déterminée soit selon une expertise immobilière indépendante ou sur la base du prix du mandat de vente ou d'offre d'acquisition.

Par ailleurs, ces ANR ont fait l'objet d'une certification par les commissaires aux comptes.

Dans ces conditions, les méthodes retenues reflètent correctement la valeur des actions AffiParis et sont cohérentes avec les données publiées régulièrement par AffiParis. Elles illustrent une situation du marché de l'immobilier d'entreprise qui témoigne pour le moment d'une résistance à la baisse des prix. On ne peut cependant exclure que l'aggravation de la crise actuelle conduise dans le futur à une baisse de la valeur du patrimoine immobilier d'AffiParis.



## **V Conclusion**

En conclusion de nos travaux, et étant rappelées les observations formulées ci-avant, nous sommes d'avis que la valeur des apports s'élevant à 64 366 019 euros n'est pas surévaluée. En conséquence, nous sommes d'avis que la quote-part de l'actif net apporté revenant aux actionnaires de la société absorbée AffiParis autres que la société Affine, et s'élevant à 7 808 408 euros, est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société absorbante Affine, augmentée de la prime de fusion.

Fait à Paris, le 1er octobre 2012

**DIDIER KLING**

**JACQUES POTDEVIN**