

Appréciation de la parité dans le cadre de l'opération de fusion absorption de la société AffiParis par la société Affine

Rapport de l'expert indépendant

Dans le cadre de la fusion absorption de la société AffiParis par la société Affine (ci-après « l'Opération ») sur la base d'un rapport d'échange de 23 actions Affine pour 50 actions AffiParis, nous avons été désignés par AffiParis le 6 juillet 2012 en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable de la parité d'échange retenue.

Cette mission n'est pas explicitement prévue par le Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « AMF »), mais résulte d'une décision de la société AffiParis afin d'assurer une parfaite information du marché. Nous avons cependant effectué nos diligences dans le respect des dispositions de l'article 262-1 de ce règlement et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites en partie 3.

Cette opinion ne traite pas du bien-fondé de la décision prise par les dirigeants des sociétés AffiParis et Affine de réaliser l'opération et ne constitue pas une recommandation de faire ou de ne pas faire aux sociétés concernées (incluant les conseils d'administration des sociétés AffiParis et Affine) ou à tout actionnaire des sociétés concernées, eu égard à l'opération ou à tout autre sujet.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par les sociétés sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons ni audité ni examiné les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

1. Présentation de l'opération

1.1 Contexte de l'opération

Foncières spécialisées dans l'immobilier d'entreprise, Affine et sa filiale AffiParis possèdent et gèrent 65 immeubles d'une valeur de 664 M€ hors droits au 30 juin 2012. Les deux sociétés bénéficient du statut SIIC et leurs titres sont cotés sur NYSE Euronext Paris.

Depuis le début de l'année 2011, Affine a augmenté sa participation dans AffiParis, passant de 64,9% à 87,7% à la suite du rachat de la participation de Shy, de l'augmentation de capital intervenue en novembre 2011 et du rachat de titres sur le marché depuis lors. Affine a alors annoncé son intention de simplifier l'organigramme du groupe en poursuivant l'intégration d'AffiParis.

Cette simplification prendra la forme d'une fusion par voie d'absorption de la société AffiParis par la société Affine, qui permettra d'optimiser les coûts de fonctionnement du groupe et d'offrir aux minoritaires d'AffiParis un titre plus visible, plus liquide et avec un rendement plus élevé.

1.2 Présentation des sociétés concernées par la fusion

1.21 Affine

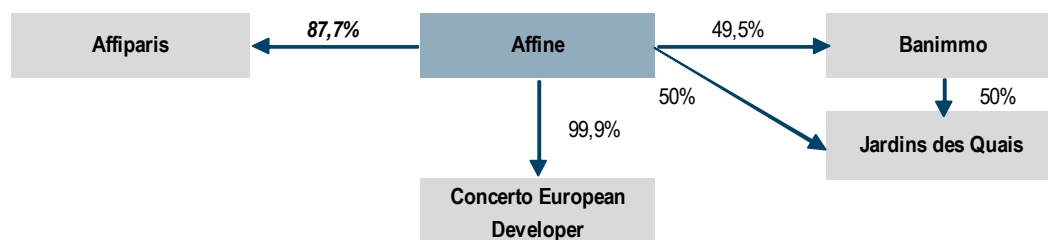
Affine est une société anonyme au capital de 53 100 000 €, divisé en 9 002 042 actions ordinaires, de même catégorie sans mention de valeur nominale et entièrement libérées.

Ses titres sont cotés sur Eurolist compartiment C d'Euronext Paris et elle a opté pour le régime fiscal des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) dès 2003.

Affine est un acteur français indépendant du secteur de l'immobilier d'entreprises à travers son activité foncière et celle de ses filiales spécialisées :

- AffiParis, SIIC cotée sur NYSE Euronext Paris, spécialisée dans l'immobilier d'entreprise parisien ;
- Banimmo, foncière belge cotée sur NYSE Euronext Bruxelles, qui intervient plus particulièrement dans le repositionnement et le redéveloppement d'immeubles en Belgique, en France et au Luxembourg ;
- Concerto Développement spécialisée dans le montage d'opérations de développement et d'investissement dans l'immobilier logistique principalement en France.

L'organigramme au 30 juin 2012 se présente comme suit :



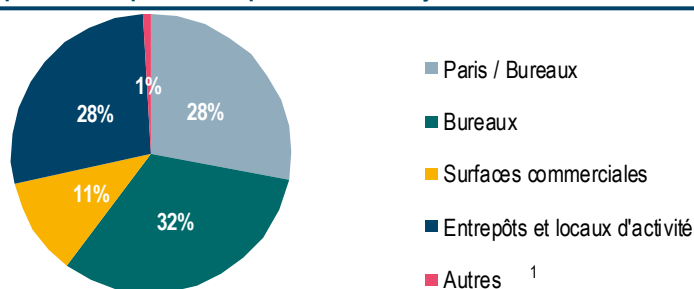
Patrimoine

Le groupe Affine (Affine et ses deux filiales hors Bannimo) est présent sur l'ensemble des secteurs de l'immobilier d'entreprise : bureaux, logistique et commerces. Son patrimoine, évalué à 664 M€ hors droits, se compose de 65 actifs.

Le principal actif du groupe est un immeuble de bureaux situé rue Baudry à Paris 8ème, détenu par AffiParis et actuellement en cours de cession.

Au cours des dernières années, la réalisation de plusieurs investissements importants dans l'immobilier commercial, associée à la politique de cession, ont permis au groupe de rééquilibrer son portefeuille. Le patrimoine reste cependant dominé par les bureaux qui représentent près de 60 % du portefeuille au 30 juin 2012.

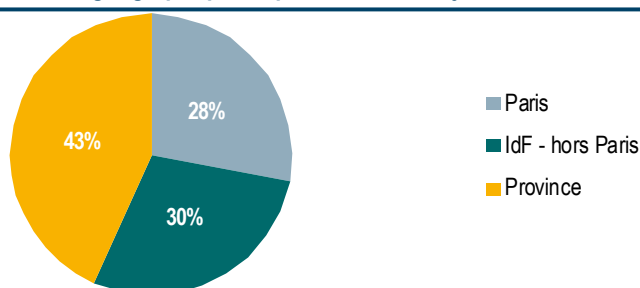
Répartition du patrimoine par nature au 30 juin 2012



Source : comptes semestriels 30 juin 2012

Cette diversification se retrouve également dans la répartition géographique des actifs, étant observé que tous les actifs situés dans Paris intramuros sont détenus par AffiParis.

Répartition géographique du patrimoine au 30 juin 2012



Source : comptes semestriels 30 juin 2012

Banimmo, société consolidée par mise en équivalence², détient par ailleurs un patrimoine de bureaux et de commerces localisé en Belgique et en France composé au 30 juin 2012 de 22 immeubles (et 3 terrains), pour une superficie totale de près de 170 000 m². La juste valeur des immeubles s'élevait à fin juin 2012 à 416 M€ en incluant la juste valeur des sociétés mises en équivalence.

Les titres de Banimmo sont cotés sur le marché, mais le flottant reste limité (23% du capital). Sur un an, le taux de rotation du flottant n'est que de 4,0% et le taux de rotation du capital est limité à 0,2%.

Enfin, l'ensemble commercial Jardins des quais, est logé dans une filiale commune à Affine et Banimmo intégrée par mise en équivalence.

Eléments financiers clefs

Les comptes consolidés d'Affine au 31 décembre 2011 ont été certifiés sans réserve par ses commissaires aux comptes et les comptes semestriels au 30 juin 2012 ont fait l'objet d'une revue limitée, qui n'a pas fait apparaître d'anomalie.

Affine a opté pour la comptabilisation des immeubles de placement en juste valeur, conformément à la possibilité offerte par IAS 40.

Structure de la dette et quasi fonds propres

Au 30 juin 2012, les dettes bancaires nettes s'élèvent à 439 M€, dont 77 M€ de dettes liées à des actifs détenus en vue de la vente (immeuble Baudry en particulier).

Le ratio de LTV (hors TSDI) s'élève à 52,1% au 30 juin 2012³, contre 50,8% au 31 décembre 2011. La maturité des dettes au 30 juin 2012 est de 5,7 ans et la principale échéance est en 2016 (dette liée à l'actif Baudry, en cours de cession, ce qui permettra de désendetter le groupe).

¹ Autres actifs : immeubles ne répondant pas à la stratégie du groupe et en cours de cession (notamment logements et un hôtel)

² Depuis le 1^{er} octobre 2011, Banimmo est consolidée par mise en équivalence et non plus en intégration globale, Affine ayant réduit sa participation de 50% à 49,5%

³ Calcul sur la base du patrimoine en détention directe et indirecte, droits inclus

Par ailleurs, dans le cadre de son financement, Affine a émis :

- des Obligations Remboursables en Actions (ORA) pour un montant de 20 M€ en 2003, d'une durée de 20 ans. Les caractéristiques de ces instruments sont détaillées dans la partie 6.1 relative au nombre de titres de référence ;
- 1 500 Titres Subordonnés à Durée Indéterminée (TSDI) de 50 000 € de valeur nominale chacun, soit un montant total de 75 M€ (73,4 M€ net des frais). Ce placement a été effectué le 13 juillet 2007 auprès d'investisseurs étrangers (titres émis aux porteurs) et les titres sont cotés sur le Marché Réglementé de la Bourse de Luxembourg. Il est prévu que ces titres puissent être remboursés, en totalité et non en partie seulement, au gré de l'Emetteur Affine, à toute date de paiement d'intérêt à compter du 13 juillet 2017, pour leur valeur nominale augmentée des intérêts courus et non payés (y compris les intérêts différés). Les TSDI portent intérêts au taux Euribor 3 mois + 2,80% par an et + 3,80% après 2017, payables trimestriellement à terme échu. En cas d'absence de bénéfices distribuables ou si aucun dividende n'a été voté, à l'exception du dividende SIIC, Affine a la possibilité d'en différer le paiement jusqu'à la date de l'échéance suivante.

Résultats

Les revenus nets des immeubles se sont élevés à 43,1 M€ en 2011, dégageant un Ebitda courant⁴ de 34,7 M€ (80,5% des revenus nets). Le résultat opérationnel net a atteint 36,6 M€ grâce à la variation positive de juste valeur du patrimoine de 1,7 M€ et à un résultat de cession de 2,9 M€. Le coût de l'endettement brut a atteint 18,5 M€ et le résultat net s'est établi à 16,6 M€ (15,3 M€ en part du groupe).

Le premier semestre 2012 se caractérise par des cessions réalisées à un montant légèrement inférieur à la juste valeur estimée au 31 décembre 2011 (12,6 M€ contre 13,3 M€) et une variation de juste valeur de -4,8 M€, provenant en particulier de l'actif de la rue Baudry (-7,3 M€). Ces opérations impactent le résultat opérationnel net qui s'établit à 9,7 M€. Les loyers nets, impactés par les sorties de périmètre, s'élèvent à 20,3 M€, étant observé que le taux d'occupation financier atteint 89,9% (contre 89,0% fin 2011). La vacance se concentre essentiellement sur les ensembles commerciaux, dont deux sont en fin de commercialisation. Pour le semestre, le coût moyen annuel de la dette s'élève à 2,7 % (3,9 % coûts de couverture inclus). Le coût de l'endettement brut a atteint 9,0 M€ et le résultat net part du groupe ressort à 1,7 M€ au 30 juin 2012.

Le résultat récurrent EPRA, qui est retraité des éléments non courants tels que la variation de juste valeur et les plus ou moins-values de cession (y compris sur les sociétés mises en équivalence), s'établit à 9,7 M€ pour le premier semestre 2012. Il était de 18,5 M€ pour l'année 2011.

⁴ L'Ebitda courant correspond au résultat opérationnel courant hors dépréciations et d'amortissements courants et n'intègre pas les dépréciations sur l'activité de développement d'un montant de 3,0 M€ figurant dans les autres produits et charges

1.22 AffiParis

AffiParis est une société anonyme au capital de 29 700 000 €, divisé en 5 651 100 actions sans mention de valeur nominale et entièrement libérées. Ses titres sont cotés depuis mars 2007 sur NYSE Euronext Paris⁵ et AffiParis bénéficie du statut de SIIC depuis 2007.

Affine a pris le contrôle de cette société, anciennement dénommée Compagnie Foncière Fideimur, en février 2007, lors du rachat des participations de 3 actionnaires.

Patrimoine

Afin de recentrer son patrimoine, AffiParis a entamé depuis 2008 une politique d'arbitrage de ses immeubles de petite taille hors de Paris, qui ne représentent plus que 4,2% de son patrimoine. Ce dernier est composé à 97,1% de bureaux, le solde étant des actifs logistiques ou d'activité.

Au 30 juin 2012, le patrimoine s'élève à 195 M€ hors droits contre 202 M€ au 31 décembre 2011. Il est composé de 11 actifs, dont 3 représentent 88% de la valeur totale : l'ensemble immobilier Baudry, la Tour Traversière (Paris 12ème) et un actif rue Auber (Paris 9ème).

Le taux d'occupation financier s'élève à 99 % (100% pour les immeubles parisiens⁶). L'immeuble Baudry est loué en quasi-totalité à Baker McKenzie (43% des loyers perçus par AffiParis).

Éléments financiers clefs

Les comptes consolidés⁷ de l'exercice 2011 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes. Les comptes semestriels au 30 juin 2012 ont fait l'objet d'une revue limitée par les commissaires aux comptes qui n'ont pas relevé d'anomalie.

Structure de la dette

Au 30 juin 2012, la dette bancaire nette s'élève à 123 M€, dont 74 M€ de dettes liées à des actifs en vue de la vente (6 actifs dont un parisien).

Le ratio de LTV (droits inclus) s'établit à 59,6% au premier semestre 2012, contre 57,6% à fin 2011, par suite de la baisse de la juste valeur du patrimoine.

Résultats

Les revenus nets des immeubles se sont élevés à 10,4 M€ en 2011. L'EBITDA s'établit à 8,4 M€ représentant 81,1% des revenus nets. Le résultat opérationnel net a atteint 15,9 M€, en forte progression par rapport à celui de 2010, notamment grâce à la variation positive de la juste valeur des immeubles de 4,8 M€. Le résultat net ressort à 9,2 M€.

⁵ Les actions Fideimur étaient auparavant cotées sur le marché libre.

⁶ Hors partie de l'immeuble de la rue Réaumur en cours de reconversion partielle en logements

⁷ AffiParis consolide 12 SCI en intégration globale et est elle-même consolidée en intégration globale dans les comptes d'Affine

Au premier semestre 2012, les loyers nets s'élevèrent à 5,2 M€, soit une hausse de 5,2% par rapport à 2011 qui résulte principalement de la renégociation du bail de l'immeuble Baudry avec Baker McKenzie. Au cours du semestre, les cessions ont été réalisées à des prix en ligne avec les dernières expertises. L'ajustement de valeur de l'immeuble de la rue Baudry, sur la base d'offres reçues dans le cadre du processus de cession de l'immeuble, vient impacter négativement le résultat opérationnel net qui ressort à -2,6 M€. Le coût de l'endettement est en baisse de 10,7% grâce à l'augmentation de capital réalisée à l'automne 2011. Le résultat net ressort à -5,5 M€.

Le résultat récurrent EPRA s'établit à 1,4 M€ au premier semestre 2012. Il était de 1,8 M€ en 2011.

1.23 Perspectives

1.231 Sensibilité d'Affine et AffiParis à l'évolution du marché immobilier

La valeur des titres des sociétés Affine et AffiParis est directement dépendante de la situation du marché immobilier des actifs de bureaux, commerciaux et logistiques sur les zones géographiques concernées.

AffiParis présente la particularité d'être quasi exclusivement positionnée sur des immeubles de bureaux parisiens et a indiqué souhaiter se désengager des autres actifs. A la suite de ces cessions, et de celle de l'ensemble immobilier de la rue Baudry, la société ne détiendra plus que 4 actifs de bureaux.

Cette hyperspécialisation sur un nombre très limité d'actifs, rendrait la société fragile en cas de retournement du marché parisien. La sensibilité à une hausse du taux de rendement de 25bp est ainsi de 8,9 M€⁸ (Baudry compris), soit 4,4% de la valeur des actifs au 30 juin 2012.

A l'inverse, le portefeuille d'Affine est diversifié non seulement en termes de catégories d'actifs, mais également de répartition géographique. Il est par ailleurs plus large (65 actifs), et le principal actif (hors Baudry) ne représente que 7,5% de la valeur du patrimoine. La sensibilité à une hausse de taux de rendement de 25bp est de 23,5 M€⁹, soit 3,5% de la valeur des actifs (y compris Baudry).

1.232 Eléments sur le marché immobilier

Le marché de l'investissement a été dynamique sur le premier semestre 2012, porté par des transactions emblématiques réalisées par des acteurs internationaux (Cité du Retiro dans le 8^{ème} arrondissement de Paris et ensemble du 52-60 avenue des Champs Elysées par exemple).

CBRE¹⁰ souligne que l'inquiétude liée à une éventuelle baisse de loyers et l'évolution de la fiscalité demeure, tandis que l'octroi de financement reste difficile. Ce propos est cependant nuancé par le fait que « *des liquidités importantes cherchent à se placer en immobilier d'entreprise* ». L'expert conclut que le volume de l'investissement en immobilier d'entreprise en 2012 dépendra « *de la levée des différents verrous et contraintes, dont surtout la disponibilité d'opérations en adéquation avec les attentes des investisseurs* ».

⁸ Source : comptes semestriels AffiParis

⁹ Source : comptes semestriels Affine

¹⁰ CBRE Market View Investissement France du 2^{ème} trimestre 2012

S'agissant plus spécifiquement des actifs de bureaux en Ile de France, CBRE¹¹ anticipe une fin d'année sans éclat. « *Dans certains marchés à l'image de Paris Centre Ouest, les propriétaires préserveront les loyers de présentation compte tenu de la rareté des actifs « prime ». En revanche, les secteurs périphériques devraient encore enregistrer des baisses de valeurs* ». Pour Jones Lang Lasalle, les marchés locatifs de la 1^{ère} couronne « *devraient tirer leur épingle du jeu grâce à une offre de qualité à des niveaux de loyers compétitifs* ».

En régions, la demande locative s'est maintenue, de même que les taux de rendement, notamment sur les grandes métropoles régionales (Lyon et Lille en particulier). Le marché de l'investissement est essentiellement porté par les investisseurs français, dont les SCPI. BNP Paribas Real Estate ¹² souligne que la rareté de l'offre « prime » en province représente un frein et que les taux de rendement prime sont restés stables.

Dans leurs études sur l'immobilier commercial, CBRE et BNP Paribas Real Estate indiquent qu'en dépit d'un contexte économique et politique incertain et d'une dégradation attendue de la consommation des ménages, les dernières enquêtes de conjoncture montrent que les commerçants sont en juin 2012 moins pessimistes pour les trois mois à venir que ce n'était le cas en janvier.

Pour les actifs de logistique, le volume d'offre immédiate baisse pour la première fois depuis 2007, du fait du dynamisme des transactions sur des actifs de seconde main¹³. En dépit de perspectives économiques négatives, CBRE observe que les valeurs locatives se sont maintenues sur l'ensemble des marchés, mais indique que « *si les valeurs faciales sont restées stables, les mesures d'accompagnement ont eu tendance à se généraliser* »¹⁴.

2. Déclaration d'indépendance

Ricol Lasteyrie n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Opération ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Opération, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Opération ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

Ricol Lasteyrie ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Opération et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ricol Lasteyrie atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

¹¹ CBRE Market View Bureaux Ile-de-France du 2^e trimestre 2012

¹² BNP Paribas Real Estate - L'investissement en France - juillet 2012

¹³ DTZ - France Entrepôt - T1 2012

¹⁴ CBRE Market View Logistique et Locaux d'activité - 2^e trimestre 2012

3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- prendre connaissance du projet de fusion et de ses annexes ;
- mettre en œuvre les travaux d'évaluation des sociétés Affine et AffiParis selon les méthodes jugées pertinentes ;
- prendre connaissance des travaux de valorisation réalisés par la société Affine dans le cadre de l'opération ;
- nous assurer, auprès des dirigeants des sociétés Affine et AffiParis, qu'aucun événement susceptible de remettre en cause la valeur réelle de ces sociétés n'était intervenu depuis le 30 juin 2012.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants des sociétés concernées tant pour appréhender le contexte de l'Opération que pour comprendre les perspectives d'activité.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (comptes, documents de référence, communiqués...) publiées par les sociétés au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2011 et au titre de l'arrêté semestriel au 30 juin 2012. En particulier, nous avons vérifié que les comptes des sociétés au 31 décembre 2011 avaient fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes et que ceux-ci n'avaient pas relevé d'anomalie lors de leur revue limitée de la situation semestrielle au 30 juin 2012.

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

Eu égard à l'activité de foncière des deux sociétés concernées, nous avons procédé à une analyse de leur actif net réévalué. Dans ce cadre, nous avons en particulier examiné un échantillon d'expertises immobilières dont nous avons eu communication.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursière, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données.

4. Prise de connaissance du projet de traité de fusion

Dans le cadre de nos travaux, nous avons pris connaissance du projet de fusion en date du 11 septembre 2012 et de ses annexes.

Il précise que la parité de fusion arrêtée par les conseils d'administration d'Affine et d'AffiParis est de 23 actions Affine pour 50 actions AffiParis, soit un ratio d'échange de 0,46 actions Affine pour une action AffiParis.

5. Méthodes d'évaluation

5.1 Méthodes privilégiées

Pour évaluer les sociétés en présence, nous avons mis en œuvre une approche multicritère intégrant les méthodes d'évaluation et références suivantes :

- l'ANR ;
- les transactions comparables (opérations de marché) ayant récemment concerné des sociétés foncières ;
- une méthode analogique, par référence à un échantillon de sociétés cotées comparables ;
- une analyse par comparaison directe, qui a consisté à comparer les niveaux de résultat EPRA des deux sociétés.

A titre indicatif, nous présentons également :

- les analyses réalisées par référence au cours de bourse et aux objectifs de cours des analystes, étant observé que ces méthodes n'ont pas été considérées comme réellement pertinentes en raison du faible flottant et de la faible liquidité du titre AffiParis ;
- l'analyse comparative du rendement des actions des deux sociétés, eu égard aux obligations de distribution liées au régime fiscal SIIC. Ce dernier a été retenu uniquement à titre indicatif compte tenu des différences de rendement existant entre les deux sociétés.

5.2 Méthodes écartées

Nous n'avons pas retenu les méthodes de l'actif net comptable, du rendement ni l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels pour les raisons suivantes :

- S'agissant d'une société foncière, l'indicateur de référence de valorisation est l'actif net réévalué (ANR), qui fait l'objet d'une publication semestrielle par les sociétés cotées. Leur patrimoine est en effet évalué par des experts immobiliers indépendants, chaque semestre ;
- En règle générale, la valorisation d'une société foncière par actualisation des flux de trésorerie n'est pas pertinente, l'activité reposant à la fois sur les revenus locatifs et sur les plus-values de cession. Or, la politique d'arbitrage des actifs du patrimoine est difficile à modéliser. En tout état de cause, une actualisation des flux de trésorerie s'apparenterait à une simple actualisation de loyers, soit une méthode proche de celle retenue par les experts immobiliers pour déterminer l'actif net réévalué.

La référence aux transactions intervenues antérieurement sur le capital des sociétés concernées a également été écartée, car :

- s'agissant en particulier d'AffiParis, la prise de contrôle par Affine et l'introduction sur Eurolist ont été réalisées au début de 2007, date à laquelle les cours des foncières étaient particulièrement élevés. L'indice de référence (IEIF France Real Estate) a ainsi chuté de près de 45% depuis cette période.
- l'acquisition de la participation détenue par Shy dans AffiParis est intervenue le 7 juin 2011, sur la base du cours de bourse avec une légère décote. Il doit être noté qu'à cette date, la parité entre les deux actions était de 0,44 action AffiParis pour une action Affine.

6. Détermination des valeurs relatives

6.1 Hypothèses retenues

Pour la mise en œuvre des méthodes mentionnées ci-dessus, nous avons retenu les éléments suivants :

Nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions après annulation des actions auto détenues et après prise en compte de la dilution liée à l'exercice des ORA émises par Affine.

Ainsi, au 30 juin 2012, le nombre d'actions totalement dilué d'Affine et d'AffiParis, tel que présenté dans les comptes semestriels au 30 juin 2012, est le suivant :

Nombre d'actions dilué hors autocontrôle :

Affine	30/06/2012
Nombre d'actions en circulation	9 002 042
Autocontrôle	- 333 077
ORA converties	1 248 000
	9 916 965

-> dilution liée aux ORA : 12,18%

Nombre d'actions dilué hors autocontrôle :

AffiParis	30/06/2012
Nombre d'actions en circulation	5 651 100
Autocontrôle	- 24 010
	5 627 090

Le 15 octobre 2003, Affine a émis 2 000 ORA, d'une valeur nominale de 10 000 € chacune, pour une durée de 20 ans. Elles sont remboursables in fine sur la base d'un ratio de conversion de 624 actions par ORA¹⁵, et sont assorties d'une possibilité de remboursement anticipé :

- depuis le 15 octobre 2008, la société peut convertir tout ou partie des ORA en actions si la moyenne des cours de clôture de l'action sur 40 séances de bourse est supérieure au prix d'émission ajusté (soit $10\,000 / 624 = 16,02$ euros¹⁶) ;
- à compter du 15 octobre 2013, la société pourra rembourser en numéraire tout ou partie des ORA, à un prix assurant au souscripteur initial un taux de rendement actuariel brut de 11 %. De plus, les titulaires d'ORA auront le droit de demander à tout moment le remboursement en actions de tout ou partie de leurs ORA à raison de la parité de remboursement.

¹⁵ Le ratio de conversion initial était de 1 pour 200, mais celui-ci a été ajusté notamment pour tenir compte de l'impact de la division du nominal de l'action Affine par 3 et de la distribution d'actions gratuites en 2005

¹⁶ Au 20 septembre 2012, le cours moyen sur 40 jours s'élève à 11,5 euros

Les ORA servent un coupon basé sur le montant du dividende distribué par la société. Au titre de l'exercice 2011, le dividende versé s'est élevé à 748,80 euros par ORA (acompte de 323,23 euros en novembre 2011, suivi d'un versement de 425,57 euros en mai 2012, conformément aux modalités de versement prévues).

6.2 Actif net réévalué

Pour une société foncière, l'indicateur de référence de valorisation est l'actif net réévalué (ANR), qui fait l'objet d'une publication semestrielle par les sociétés foncières cotées. Il sert par ailleurs souvent de référence aux opérations réalisées par les sociétés foncières, qu'il s'agisse de fusions (cf § 6.5) ou d'opérations de marché (OPA, OPE ou OPR-RO).

Les sociétés Affine et AffiParis publient les niveaux d'ANR suivants¹⁷ :

- ANR IFRS hors droits, qui correspond aux capitaux propres hors TSDI ;
- ANR EPRA hors droits, qui exclut la variation de juste valeur des instruments financiers ainsi que des impôts différés.

Ces éléments figurent dans l'annexe certifiée par les commissaires aux comptes.

6.21 Affine

Détermination de l'ANR

Affine a opté pour la possibilité offerte par la norme IAS 40 de comptabiliser ses immeubles de placement à leur juste valeur. Comme dans toute société foncière cotée, la valorisation du patrimoine immobilier est réalisée semestriellement par des experts immobiliers indépendants.

L'actif net réévalué IFRS correspond à l'actif net consolidé hors TSDI. Bien que ces derniers soient considérés comme des fonds propres selon les normes IFRS, la société peut décider de les rembourser aux porteurs des TSDI à tout moment dès 2017. Il s'établit à 265,5 M€ au 30 juin 2012, soit 26,8 euros par action.

L'ANR EPRA hors droits ressort au 30 juin 2012 à 279,5 M€, soit 28,18 euros par action, contre 28,97 euros par action au 31 décembre 2011. Cette diminution s'explique notamment par la baisse de la juste valeur des immeubles par rapport au 31 décembre 2011 (-4,8 M€) et par la distribution du dividende que ne compense pas le résultat de la période.

Pour les besoins de la présente opération, la société a également procédé au calcul de l'ANR Triple Net, qui correspond à l'agrégat souvent retenu par les analystes pour apprécier la valeur des sociétés foncières.

¹⁷ Dans les deux cas, les ORA sont traitées en dilution

Valeur du passif financier

Pour ce faire, elle a procédé à la mise en juste valeur de ses éléments de dette :

- la juste valeur des emprunts bancaires Affine et AffiParis est celle calculée par une société indépendante ;
- la juste valeur des TSDI au 30 juin correspond à celle calculée chaque fin de semestre par un établissement financier.

La juste valeur de la dette consolidée d'Affine est inférieure de 43,2 M€ à la valeur figurant au bilan au 30 juin 2012.

L'ANR triple net déterminé par la société ressort ainsi à 31,13 euros par action au 30 juin 2012, contre 32,02 euros au 31 décembre 2011.

Dans le cadre d'une analyse de sensibilité, nous avons procédé à une mise en juste valeur de la quote-part de la dette Banimmo susceptible d'être réévaluée : ainsi, la valeur des obligations assorties de warrants a été ajustée par référence au dernier cours coté sur les marchés. Les autres dettes sont à taux variable et leur valeur au bilan est considérée comme égale à leur juste valeur.

Il a également été tenu compte d'un ajustement sur la dette de la SNC Jardins des Quais au prorata de sa détention directe par Affine (50%), d'une part, et indirecte par Banimmo (50%), d'autre part.

Nos calculs aboutissent à un ANR Triple Net de 31,01 euros par action au 30 juin 2012 contre 32,02 euros au 31 décembre 2011.

Valeur des actifs immobiliers

Au 30 juin 2012, le portefeuille de la société comprend 65 immeubles, dont 54 ont été expertisés. Les autres actifs sont évalués soit en interne pour 5 actifs représentant 6,9 % de la juste valeur du patrimoine, soit sur la base d'offres d'achat signées ou de mandats de vente pour 6 actifs en cours de cession.

Ainsi l'ensemble immobilier de la rue Baudry à Paris a été valorisé sur la base d'une offre d'acquisition.

L'actif situé à Lille acquis au cours du premier semestre 2012 pour 9,2 M€ a été comptabilisé pour sa valeur d'acquisition.

La valeur du patrimoine Affine a diminué d'un niveau de 672 M€ hors droits fin 2011 à 664 M€ au 30 juin 2012, soit une baisse de 8 M€ liée à :

- 13,3 M€ de cessions ;
- 10,3 M€ d'investissements dont 9,2 M€ d'acquisitions et 1 M€ de rehaussement des immeubles ;
- une diminution de la juste valeur du patrimoine de 4,8 M€ à périmètre constant, représentant une baisse de 0,7%, essentiellement liée à l'actif situé rue Baudry dont la valeur a été ajustée sur la base des offres d'acquisitions reçues.

Nous avons pris connaissance du tableau synthétisant les valeurs obtenues par les experts immobiliers et avons :

- effectué des contrôles de cohérence sur l'évolution de la valeur des actifs, sur les deux dernières années et par rapport à l'évolution globale du marché ;
- sélectionné les actifs les plus significatifs et ceux présentant des variations de valeurs importantes entre les exercices 2010 et 2011 afin de procéder à une analyse détaillée des expertises sous-jacentes ;
- analysé les évolutions de valeurs au 30 juin 2012.

Nous avons ainsi procédé à une revue des expertises pour 7 actifs détenus directement par Affine et 2 détenus par AffiParis (ainsi qu'un actif, propriété de la SNC Jardins des Quais détenue à 50% par Affine et à 50% par Banimmo), représentant 45% du patrimoine d'Affine au 30 juin 2012.

La démarche des experts nous semble cohérente dans le contexte actuel du marché immobilier, tant au niveau des méthodes de valorisation privilégiées que s'agissant des principaux paramètres retenus. Le taux de rendement de marché du portefeuille d'actifs ressort à 7,1% au 31 décembre 2011 comme au 30 juin 2012.

Valeur des filiales et participations

La valeur des sociétés mises en équivalence (Banimmo et Jardins des Quais) est réévaluée à chaque arrêté de compte à hauteur de la quote-part de situation nette détenue qui tient compte des variations de la juste valeur selon IAS 40.

La détermination de l'ANR ne tient cependant pas compte de la juste valeur de l'ensemble des actifs sous-jacents de Banimmo. En effet, outre des immeubles de placement comptabilisés à leur juste valeur, Banimmo détient également des immeubles acquis en vue de leur revente après restructuration, comptabilisés en stocks conformément aux dispositions d'IAS 2 et évalués selon la valeur la plus faible entre leur valeur d'acquisition et la valeur nette de réalisation.

La « valeur intrinsèque »¹⁸ de 14,80 € par action publiée au 30 juin 2012 fait ainsi ressortir une valeur totale de 168 M€ pour Banimmo compte tenu des 11 356 544 actions A et B de la société, à comparer avec une situation nette s'établissant à 130,6 M€.

Nous observons qu'une réévaluation de la participation d'Affine dans Banimmo, sur la base de la valeur intrinsèque, augmenterait l'ANR d'Affine d'un montant de près de 18,7 M€, soit 1,89 € par action après dilution.

La participation dans la société Jardins des Quais est également comptabilisée selon une quote-part de sa situation nette. Cette société ne détenant qu'un actif comptabilisé pour sa juste valeur, aucune réévaluation complémentaire n'a été pratiquée à ce titre.

¹⁸ Source : communiqué du 30 juin 2012. Cette valeur est déterminée en considérant à l'actif les immeubles de placement (IAS 40) à la juste valeur de marché, les joint-ventures Montea, centres de conférence, Jardins des Quais et Grondbank The Loop à la valeur d'expertise mais en conservant les terrains, City mall et les actifs en stocks (IAS 2) au plus bas de soit leur valeur historique d'acquisition soit leur valeur de réalisation si cette dernière est inférieure au coût historique d'acquisition.

6.22 AffiParis

L'actif net réévalué IFRS correspond au montant des capitaux propres, soit 64,4 M€ au 30 juin 2012, d'où une valeur de 11,44 euros par action.

Ainsi que précisé ci-avant, nous avons procédé à une revue des expertises pour 2 actifs AffiParis représentant 38% du patrimoine d'AffiParis au 30 juin 2012¹⁹ (et 76% du patrimoine hors actif Baudry).

L'ANR EPRA hors droits, ressort à 71,5 M€, soit 12,7 euros par action, contre 13,9 euros au 31 décembre 2011. Cette diminution s'explique notamment par la baisse de la juste valeur de l'actif de la rue Baudry.

Pour le calcul de l'ANR Triple net, les valorisations opérées sont identiques à celles décrites ci-avant pour les éléments concernant AffiParis. Sur cette base, la valeur de l'ANR Triple net au 30 juin 2012 ressort à 73,6 M€ hors droits, soit une valeur par action de 13,08 euros (contre 14,20 euros au 31 décembre 2011).

6.23 Valeurs relatives

Sur la base des références au 31 décembre 2011 (à titre d'information) et au 30 juin 2012, nos travaux aboutissent aux valeurs et parités suivantes (AffiParis sur Affine) :

ANR hors droits en euros par action	au 30 juin 2012			au 31 décembre 2011		
	Affine	Affiparis	Parité	Affine	Affiparis	Parité
Valeurs de référence						
ANR EPRA	28,18	12,70	0,45	28,97	13,90	0,48
ANNNR EPRA	31,13	13,08	0,42	32,02	14,20	0,44
Réévaluation du patrimoine de Banimmo						
ANR EPRA ajusté	30,07	12,70	0,42	30,54	13,90	0,46
ANNNR EPRA ajusté	33,01	13,08	0,40	33,59	14,20	0,42
Sensibilité						
Réévaluation des dettes de Banimmo et de la SNC Jardins des Quais						
ANNNR EPRA ajusté	31,01	13,08	0,42	32,02	14,20	0,44

Nous observons que l'analyse de sensibilité conduit à une parité en ligne avec celles directement issues des valeurs de référence.

6.3 Sociétés cotées comparables

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

Echantillon de sociétés comparables

Une foncière cotée peut être considérée comme étant comparable à Affine et AffiParis dès lors qu'elle présente des similitudes en termes de domaine d'activité (types d'actifs, clientèle, secteur géographique), de perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marges, de structure de financement et de taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière).

¹⁹ L'immeuble Baudry, qui représente près de 50% de la valeur du patrimoine de la société, en cours de cession, n'a pas été expertisé au 30 juin 2012

Les travaux d'analyse mis en œuvre ne nous ont pas permis d'identifier de société strictement comparable à Affine et à AffiParis, eu égard notamment à la répartition de leur portefeuille d'actifs.

Nous avons examiné les sociétés foncières cotées (41 sociétés dans l'indice SIIC), avec pour objectif d'identifier des sociétés satisfaisant à au moins deux des trois critères suivants :

- un portefeuille d'actifs comparables en termes d'activité ou de positionnement géographique ;
- une liquidité du titre comparable ;
- un ratio d'endettement (LTV) proche de celui d'Affine (52,1 % hors TSDI et 61% y compris TSDI) et d'AffiParis (59,6%).

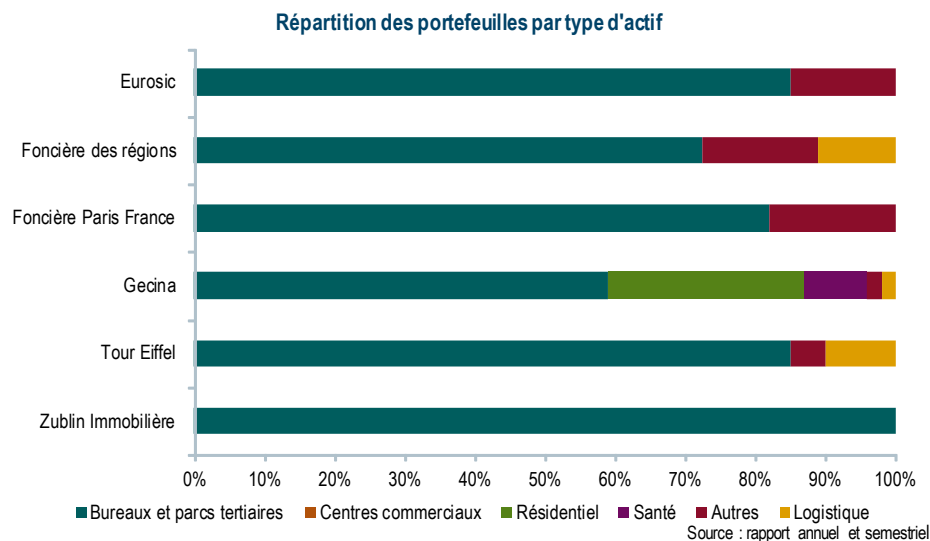
Nous avons ainsi retenu les 6 sociétés suivantes : Eurosic, Foncière des Régions, Foncière Paris France, Gecina, Tour Eiffel et Zublin Immobilière.

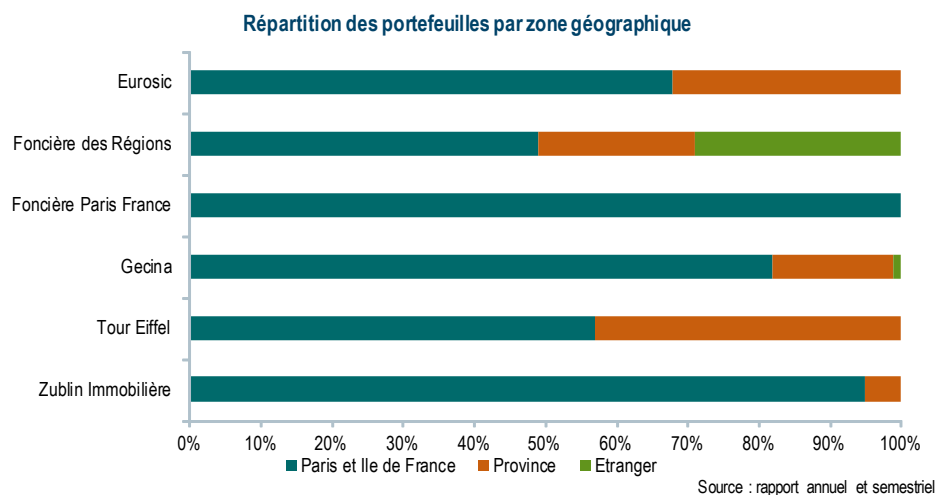
Foncières	Patrimoine	LTV	Flottant (%)
Eurosic	1 227	33,7%	3,4%
Foncière des Régions (pdg)	8 860	47,4%	46,7%
Foncière Paris France	672	n/d	24,3%
Gecina	11 646	44,4%	30,1%
Tour Eiffel	955	55,2%	91,0%
Zublin Immobilière	318	62,7%	35,0%

Source : Rapport semestriel et Datastream

Les ratios LTV ou Loan To Value présentés ci-dessus sont ceux publiés par les sociétés au 30 juin 2012 et sont déterminés par référence à la valeur du patrimoine hors droits.

Le patrimoine des sociétés comparables retenues dans notre échantillon se répartit ainsi selon le type d'actif détenu :





Nous avons constitué deux échantillons distincts afin de prendre en compte la particularité du patrimoine de chacune des deux sociétés : celui d’AffiParis étant presque exclusivement composé de bureaux localisés à Paris et celui d’Affine étant composé de bureaux, de commerces et d’autres types d’actifs sur la France entière.

Nous avons ainsi retenu :

- pour Affine : Foncière des Régions, Foncière Paris France, Gecina et Tour Eiffel ;
- pour AffiParis : Eurosic, Foncière des Régions, Foncière Paris France et Zublin Immobilière. Après discussion avec le management, nous avons ajouté, en raison de leur comparabilité, les sociétés SIIC de Paris et Société Foncière Lyonnaise que nous avons dans un premier temps écartées en raison de leur faible liquidité (à titre de sensibilité).

Multiples analysés

Nos travaux ont été conduits sur la base des résultats au 30 juin 2012.

Le multiple analysé est celui usuellement retenu pour la valorisation des sociétés foncières par les analystes financiers et les évaluateurs, à savoir la prime ou décote du cours de bourse sur Actif Net Réévalué (« EPRA NNAV » - ANR Triple Net) étant rappelé le caractère clef de cet indicateur pour les sociétés immobilières. Nous l’avons appliqué à l’ANR Triple net d’Affine et d’AffiParis au 30 juin 2012.

Nous présentons ci-après les multiples obtenus²⁰ et les parités induites :

Foncières	ANR/action au 30/06/2012	Prime / (décote) du cours spot sur l'ANR	Prime / (décote) du cours 1M sur l'ANR	Prime / (décote) du cours 3M sur l'ANR
Echantillon Affine				
Foncière des Régions	68,2	-11,6%	-15,8%	-16,4%
Foncière Paris France	134,0	-18,7%	-18,2%	-18,8%
Gecina	98,7	-17,7%	-19,8%	-24,8%
Tour Eiffel	68,9	-39,8%	-38,2%	-40,6%
Moyenne		-21,9%	-23,0%	-25,2%
Echantillon Affiparis				
Eurosic	34,5	-7,2%	-7,2%	-7,2%
Foncière des Régions	68,2	-11,6%	-15,8%	-16,4%
Foncière Paris France	134,0	-18,7%	-18,2%	-18,8%
Zublin Immobilière	8,4	-66,1%	-64,5%	-65,9%
Moyenne		-25,9%	-26,4%	-27,1%

Valeurs et parités induites :

en €	Prime / (décote) du cours spot sur l'ANR	Prime / (décote) du cours 1M sur l'ANR	Prime / (décote) du cours 3M sur l'ANR
Cours Affine implicite	24,3	24,0	23,3
Cours AffiParis implicite	9,7	9,6	9,5
Parité	0,40	0,40	0,41

La parité ressortant de l'application du multiple de référence (prime ou décote sur ANR Triple Net) ressort entre 0,40 et 0,41.

A titre d'information, nous avons testé la sensibilité de la parité en retenant l'échantillon d'AffiParis élargi aux sociétés SIIC de Paris et Société Foncière Lyonnaise. La parité ressort à 0,41 selon les cours de bourse spot et 3 mois au 20 septembre 2012.

6.4 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rapprochement de sociétés cotées ou non, récemment intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

Au cas particulier de la présente opération, nous avons analysé les opérations que nous avons considérées comme les plus comparables, à savoir les fusions ayant concerné des sociétés foncières bénéficiant ou ayant bénéficié du statut SIIC, intervenues en France au cours des deux dernières années.

²⁰ Base : cours spot/moyen 1M/moyen 3M au 20 septembre 2012 des sociétés de l'échantillon

Trois opérations ont été étudiées dans ce cadre :

- Fusion-Absorption des sociétés DAB Expansion et Avenir & Investissement par Terreïs :
Cette opération est intervenue en janvier 2011 et s'inscrit dans le cadre de la politique de développement active de Terreïs qui souhaite accroître son patrimoine immobilier. Les parités de fusion retenues sont de 2 658 actions Terreïs pour 5 actions DAB Expansion et 1 part Avenir & Investissement pour 147 actions Terreïs. Celles-ci ont été déterminées sur la base de l'ANR de remplacement au 30 septembre 2010. Les critères de multiples de cash-flows, de résultats et de dividendes ont été écartés étant donné la non comparabilité des patrimoines de Terreïs et d'Avenir & Investissement. La méthode du cours de bourse a aussi été écartée, la société Avenir & Investissement n'étant pas cotée.
- Fusion-Absorption de SIIC Paris 8^{ème} par SIIC de Paris :
Cette opération, intervenue le 20 avril 2012, a principalement pour objet de simplifier la structure du groupe et le mode de détention des actifs immobiliers ainsi que d'optimiser les coûts de fonctionnement du groupe SIIC de Paris. La parité de fusion retenue est de 8 actions SIIC de Paris pour 13 actions SIIC de Paris 8^{ème}. Elle a été calculée sur la base de l'ANR de liquidation hors droits au 31 décembre 2011. Les méthodes cours de bourse, cash-flow récurrent et dividende 2011 ont été retenues à titre indicatif.
- Offre publique d'échange visant les actions Silic initiée par la société Icade :
Cette offre, ouverte le 24 avril 2012, s'inscrit dans le cadre de la poursuite de la stratégie de tertiarisation d'Icade, Silic étant l'une des principales sociétés foncières en France, dont le patrimoine est composé principalement de parcs d'affaires situés en Ile de France. La parité d'échange retenue est de 5 actions Icade pour 4 actions Silic. L'expert indépendant s'est basé sur une approche multicritère qui a principalement reposé sur l'ANR EPRA triple net au 31 décembre 2011 et la méthode du cours de bourse. La méthode des comparables boursiers et de l'actualisation des flux futurs ont été retenues à titre de recoupement. Cette opération, prorogée, est toujours en cours.

Ainsi, pour ces trois opérations, la référence principale retenue est le dernier ANR déterminé par la société (triple net ou non, selon les cas).

La parité résultant de l'application de ces approches serait ainsi identique à celle résultant de l'approche par référence à l'ANR, et comprise entre 0,42 et 0,45 selon la référence privilégiée.

6.5 Approche par le résultat EPRA

Le résultat EPRA, qui se définit comme le résultat net courant part du groupe, retraité des variations de juste valeur, des résultats de cessions, des impôts différés et des éléments considérés comme non courants, est un agrégat de référence dans le secteur de l'immobilier. Représentant le résultat « récurrent » des foncières, il nous paraît pouvoir être valablement utilisé pour apprécier la valeur relative des deux sociétés en présence dans le cadre d'une fusion.

Les obligations remboursables en actions (ORA) et les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) émis par Affine étant considérés comptablement comme des fonds propres, leur rémunération est traitée comme des dividendes. Le résultat net part du groupe de la société Affine au 31 décembre 2011 et au 30 juin 2012 est ainsi ajusté de ces éléments pour le calcul du résultat EPRA par action.

Les parités ressortant de cette méthode selon les agrégats au 30 juin 2012 et au 31 décembre 2011 sont présentées dans le tableau ci-dessous :

€/action	Résultat EPRA Affine ajusté	Résultat EPRA Affiparis	Parité
31-déc.-11	1,60	0,58	0,36
30-juin-12	0,83	0,25	0,30

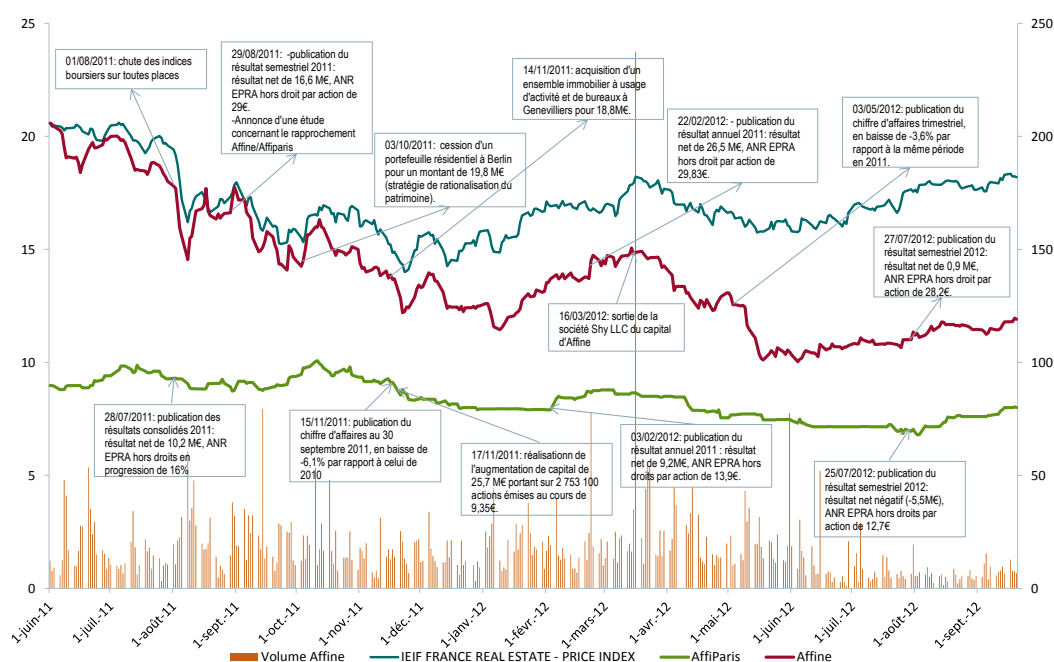
Source : document de référence 2011 (comptes proforma), comptes semestriels 2012

6.6 Cours de bourse et objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)

Les références au cours de bourse et aux objectifs de cours des analystes ne nous paraissent pouvoir être présentées qu'à titre indicatif, étant observé que :

- Si le cours de bourse d'Affine peut être considéré comme représentatif (flottant de 57,9%, taux de rotation du capital de 49,1% sur un an et taux de rotation du flottant de 84,8% sur la même période, suivi par 4 analystes, dont Kepler qui a commencé à suivre la valeur début septembre 2012),
- il n'en est pas de même s'agissant d'AffiParis. En effet, le flottant d'AffiParis est limité (12,3% au 30 juin 2012) et les rotations sur 1 an du capital dans sa totalité et pour le seul flottant sont respectivement de 2,1% et 17,2% sur la base des cours de bourse au 20 septembre 2012. La référence au cours de bourse pour AffiParis ne nous paraît dès lors pas pertinente, étant de plus observé que le cours évolue de manière décorrélée par rapport à l'indice de référence des foncières et qu'AffiParis n'est suivie que par un seul analyste, Gilbert Dupont, également teneur de marché.

Depuis le 1^{er} juin 2011, les cours des actions Affine et AffiParis ont évolué comme suit :



L'action Affine évolue de manière relativement corrélée à l'indice de référence jusqu'en mai 2012. Nous observons ensuite un décrochage avec :

- la publication en mai d'un chiffre d'affaires en recul pour le premier trimestre 2012 ;
- et le détachement du dividende de 1,2€/action le 10 mai 2012.

Il convient par ailleurs de souligner que l'action Affine est affectée d'une décote sur ANR significative (59,4% au 31 décembre 2011 et 66,2% au 30 juin 2012), qui peut trouver son origine dans les éléments suivants : une taille un peu limitée pour attirer les gros investisseurs, un ratio de LTV élevé si les TSDI sont traités en dettes (environ 61% sur la base d'un patrimoine droits inclus) et un organigramme qui reste perçu comme complexe par les analystes.

Ainsi qu'illustré ci-dessus, le cours d'AffiParis n'est que peu corrélé à l'indice de référence et réagit très peu aux annonces. Ainsi, même l'annonce du projet de rapprochement avec Affine, intervenu en juillet 2011, n'a pas eu d'impact. Le ratio LTV reste comparable à celui d'Affine, avec 59,6%.

La parité induite par la référence au cours de bourse, dès lors mentionnée uniquement à titre indicatif se présente comme suit :

Au 20/09/2012

€	Cours Affine	Cours AffiParis	Parité
Spot	11,91	8,00	0,67
Moyenne 1 mois	11,57	7,72	0,67
Moyenne 3 mois	11,21	7,37	0,66
Moyenne 6 mois	11,97	7,52	0,63
Moyenne 1 an	13,11	8,61	0,66
Maximum 1 an	16,32	10,07	0,62
Minimum 1 an	10,03	6,80	0,68

Source : Datastream

Nous avons pris connaissance des notes d'analystes émises après la publication des résultats semestriels 2012. Le titre Affine a fait l'objet de publications par 4 analystes : la moyenne des objectifs de cours ressort à 14,85 €.

Analyste	Date	Objectif du cours	Commentaires
Société Générale	19/09/2012	16,0	
Gilbert Dupont	13/09/2012	14,6	
Kepler	03/09/2012	15,5	initiation de couverture
Kempen & Co	27/07/2012	13,3	
Moyenne		14,85	

Gilbert Dupont, établissement teneur de marché du titre AffiParis, a publié dans sa note du 14 septembre 2012 un objectif de cours à 9 €.

Dans sa note d'initiation de couverture sur le titre Affine, Kepler insiste sur la simplification de la structure de la foncière et l'existence d'un potentiel d'appréciation lié la réduction du taux de vacance, notamment sur les actifs commerciaux, ainsi qu'à l'amélioration des marges induite par une réduction des coûts administratifs.

6.7 Analyse des dividendes (à titre indicatif)

Le statut de SIIC entraîne des obligations en matière de distribution tant des résultats issus de l'activité de location que de la cession des immeubles, dont le caractère est par essence irrégulier. La méthode du rendement n'a en conséquence été conduite qu'à titre indicatif.

Dividendes distribués

Au titre de l'exercice 2011, la société Affine a distribué à ses actionnaires un dividende de 1,2 €/action le 10 mai 2012. AffiParis a distribué 0,22€/action le 3 mai 2012.

Les parités induites des dividendes distribués sur les cinq derniers exercices se présentent comme suit :

	Affine	Affiparis	Parité induite	Prime induite par la parité de fusion
Dividende par action 2011	1,2	0,22	0,18	150,9%
Dividende par action 2010	2,43	0,42	0,17	166,1%
Dividende par action 2009	1,78	-	NA	NA
Dividende par action 2008	1	-	NA	NA
Dividende par action 2007	1,65	-	NA	NA

Source : Rapport annuel

Rendement du dividende par rapport au cours de bourse

Le rendement observé sur les deux sociétés est favorable à Affine, avec 10,1% sur la base du cours spot au 20 septembre 2012, contre 2,8% pour AffiParis.

Nous avons appliqué le rendement moyen des sociétés comparables à Affine et AffiParis (présentées dans la partie 6.3 du présent rapport) aux dividendes distribués par ces deux sociétés.

Les rendements moyens des sociétés comparables à Affine et à AffiParis ressortent respectivement à 7,6% et 6,2% selon les cours de bourse spot au 20 septembre 2012.

Nous présentons ci-dessous la parité ressortant de cette méthode selon les cours de bourse spot, 1 mois et 3 mois au 20 septembre 2012 :

	Cours (spot-€)	Cours (1M-€)	Cours (3M-€)
Rendement moyen échantillon Affine	7,6%	7,6%	7,8%
Rendement moyen échantillon Affiparis	6,2%	6,3%	6,3%
Cours implicite Affine	15,8	15,7	15,4
Cours implicite Affiparis	3,5	3,5	3,5
Parité	0,22	0,22	0,23
Prime induite par la parité de fusion	104,9%	107,8%	104,4%

Source: Rapport semestriel 2012 et Datastream

7. Analyse du travail d'évaluation réalisé par la Société

La société a préparé les éléments d'appréciation de la parité de fusion relative à l'Opération.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des personnes en charge de l'opération chez Affine et AffiParis pour comprendre les hypothèses retenues et les options ayant guidé leurs choix.

7.1 Hypothèses retenues

Nous n'avons pas d'observation à formuler concernant le nombre d'actions retenu, qui correspond à une base entièrement diluée (après prise en compte des actions résultant de la conversion des obligations remboursables en actions et hors actions auto-détenues), telle que présentée dans les comptes annuels et semestriels.

7.2 Méthodes écartées

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le fait d'avoir écarté la référence à l'actif net comptable, l'approche par les dividendes, l'approche par les objectifs de cours de bourse, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et l'approche par les cash-flow courants par action.

Nous avons pour notre part analysé les comparables boursiers et les transactions récentes intervenues sur le capital de sociétés du secteur, alors que ces méthodes n'avaient pas été retenues par les sociétés.

7.3 Méthodes retenues à titre principal

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur les méthodes retenues dans l'approche multicritère mise en œuvre par les parties. Celle-ci repose sur l'actif net réévalué, l'actif net réévalué EPRA, l'actif net réévalué triple net EPRA, le résultat EPRA et la méthode du cours de bourse. A titre indicatif, les parties mettent en œuvre des calculs de parité par référence à l'actif net réévalué d'Affine ajusté de la réévaluation du patrimoine de Banimmo.

Nous observons que :

- s'agissant de l'ANR, nous avons également mis en œuvre une sensibilité à la réévaluation du patrimoine de Banimmo. Nous avons par ailleurs testé la sensibilité à la mise en juste valeur des dettes des participations mises en équivalence Banimmo et Jardins des Quais ;
- nous n'avons retenu la référence au cours de bourse qu'à titre purement indicatif, eu égard à la faible liquidité du titre AffiParis.

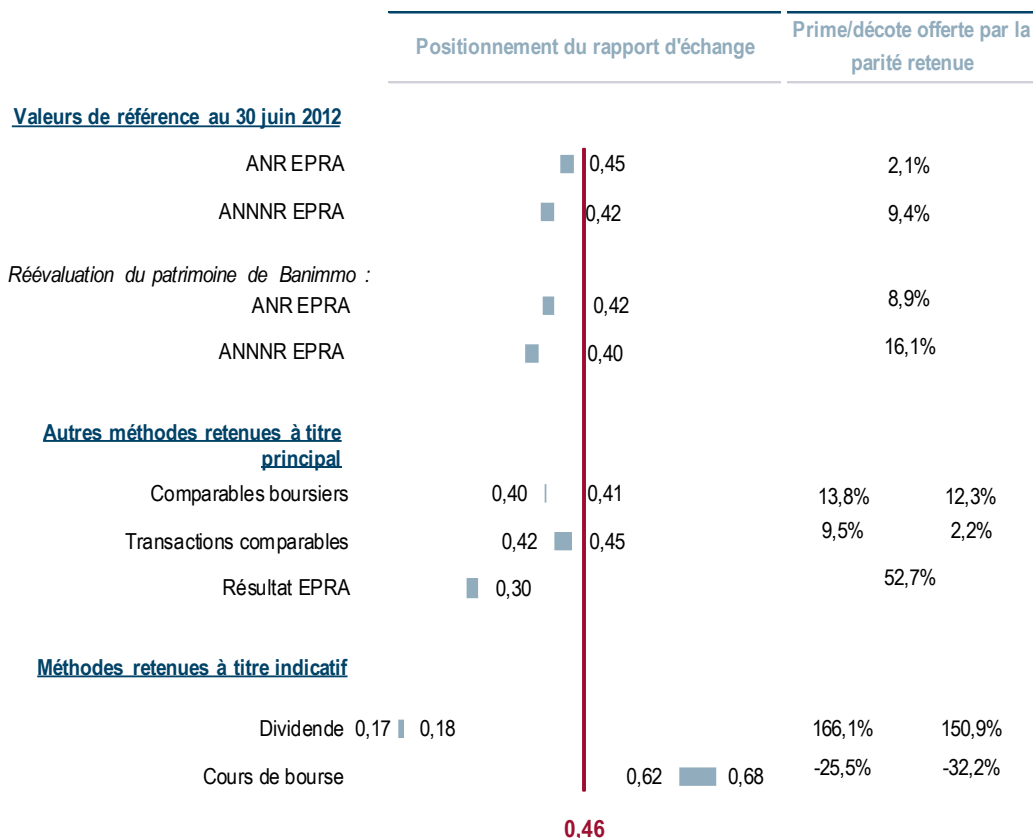
A l'issue de leur analyse multicritère, les parties ont privilégié la référence à la moyenne des valeurs obtenues à partir des approches jugées pertinentes (ANR hors droits (dilué), l'ANR EPRA hors droits, l'ANR triple net EPRA hors droits, le résultat EPRA et les derniers cours de bourse 6 mois et 12 mois).

Celle-ci a été calculée sur la base des éléments au 31 décembre 2011 et au 30 juin 2012, et la moyenne de ces deux éléments a été retenue.

8. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du rapport d'échange proposé

8.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le rapport d'échange proposé dans le cadre de l'Opération, soit 23 actions Affine pour 50 actions AffiParis, qui résulte du ratio retenu par les parties, soit 0,46 action Affine pour 1 action AffiParis, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux ratios résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :



8.2 Attestation sur le caractère équitable du rapport d'échange

Nous avons analysé le positionnement de la parité retenue par les parties, soit 0,46 action Affine pour une action AffiParis à partir des méthodes que nous avons jugées les plus pertinentes : ANR EPRA et ANR Triple Net au 30 juin 2012 (hors et y compris réévaluation Banimmo), comparables boursiers, transactions comparables et résultat EPRA.

La parité retenue, correspondant à un rapport d'échange de 23 actions Affine pour 50 actions AffiParis, se situe dans le haut de la fourchette obtenue sur la base des méthodes retenues à titre principal. Elle est plus favorable pour les actionnaires d'AffiParis que celle qui ressort du rapport des ANR, référence incontournable pour les sociétés foncières.

Nous n'avons retenu qu'à titre indicatif la référence au cours de bourse et au dividende en raison de l'absence de liquidité du titre AffiParis et de son faible rendement. Les parités qui ressortent de ces critères encadrent la parité retenue.

Nous observons par ailleurs que :

- l'opération permettra la réalisation d'économies de coûts dont bénéficieront les actionnaires des deux sociétés ;
- par la rémunération qu'ils recevront en actions Affine, les actionnaires d'AffiParis accéderont à une meilleure liquidité et rentabilité de leurs titres ;
- l'action Affine est par ailleurs représentative d'un patrimoine immobilier plus large et diversifié que celui de la société AffiParis qui ne comportera plus que 4 actifs à l'issue de la finalisation du recentrage sur Paris et de la cession de l'actif de la rue Baudry ;
- La présente opération de fusion aura un caractère relatif pour les actionnaires minoritaires d'AffiParis, notamment en termes de résultat Epra par action.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 23 actions Affine pour 50 actions AffiParis envisagé dans le cadre de la fusion absorption de la société AffiParis par la société Affine, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires d'AffiParis.

Fait à Paris, le 25 septembre 2012

Florence Lafargue

Sonia Bonnet-Bernard