

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR

NW CGR 4 S.à r.l. et NW CGR 5 S.à r.l., agissant de concert avec les autres entités du Concert
Northwood



VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE CEGEREAL



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 16-006 en date du 7 janvier 2016 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société CeGeREAL S.A. et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

En application de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de la société CeGeREAL (www.cegereal.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

CeGeREAL
42 rue de Bassano – 75 008 PARIS

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la société CeGeREAL seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	3
3.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	4
4.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CEGEREAL	5
5.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CEGEREAL	10
6.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE	10
7.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	10
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	13
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	67
10.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	67

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-1 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, NW CGR 4 S.à r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois ayant un capital social de 12 500 euros, dont le siège social est sis au 22 rue Goethe, L-1637 Luxembourg et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 200073 et NW CGR 5 S.à r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois ayant un capital social de 12 500 euros, dont le siège social est sis au 22 rue Goethe, L-1637 Luxembourg et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 200098 (ensemble, les « **Initiateurs** »), agissant de concert avec les autres personnes membres du Concert Northwood (tel que ce terme est défini ci-après), a déposé le 17 décembre 2015 un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel ils proposent de manière irrévocable aux autres actionnaires de la société CeGeREAL, société anonyme de droit français au capital de 160.470.000 euros, dont le siège social est situé 42, rue de Bassano, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 422 800 029 (« **CeGeREAL** » ou la « **Société** »), d'acquérir dans les conditions décrites dans la note d'information déposée auprès de l'AMF par les Initiateurs (la « **Note d'Information** »), la totalité de leurs actions CeGeREAL, au prix de 35,65 euros par action (l'« **Offre** »).

Les actions émises par la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0010309096 (mnémonique CGR).

L'Offre porte sur l'ensemble des valeurs mobilières donnant accès au capital et des droits de vote de la Société, à savoir les 13.372.500 actions émises à la date de dépôt de l'Offre, à l'exclusion des 7.993.489 actions acquises par les Acquéreurs (tel que ce terme est défini ci-après), le 5 novembre 2015 dans le cadre de l'Achat de Bloc (tel que ce terme est défini ci-après) et étant précisé que le Conseil d'administration de la Société a décidé lors de la séance du 16 décembre 2015 de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues, soit 13.538 actions à la date du 17 décembre 2015.

En conséquence, l'Offre porte sur un maximum de 5.365.473 actions de la Société.

L'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF et est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par JPMorgan Chase Bank N.A., agissant par l'intermédiaire de sa succursale à Paris, 14 place Vendôme, 75001 Paris (France) (« **J.P. Morgan** »), en qualité d'établissement présentateur, étant précisé que J.P. Morgan garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

Il est précisé qu'une procédure dite de « *data room* » a été mise en place pour les besoins de l'Achat de Bloc, mais que les Initiateurs ont eu accès à aucune information privilégiée qui n'aurait pas été rendue publique par la Société.

Aux termes d'un contrat de cession en langue anglaise conclu le 25 septembre 2015 (le « **Contrat** ») entre Commerz Real Investmentgesellschaft mbH, agissant en son nom mais pour le compte du fonds d'investissement immobilier allemand hausInvest, d'une part (« **CRI** ») et NW CGR 1 S.à r.l., NW CGR 2 S.à r.l. et NW CGR 3 S.à r.l. d'autre part (les « **Acquéreurs** »), CRI a convenu de céder aux Acquéreurs la totalité de sa participation dans la Société, soit un total de 7.993.489 actions représentant 59,78% du capital social et des droits de vote de la Société (l'« **Achat de Bloc** »).

La réalisation effective de l'Achat de Bloc et le paiement du prix correspondant sont intervenus le 5 novembre 2015.

Les Initiateurs ont déclaré agir de concert avec les entités suivantes : (i) NW CGR 1 S.à r.l., (ii) NW CGR 2 S.à r.l., (iii) NW CGR 3 S.à r.l., (iv) NW CGR S.C.S, gérée par son « general partner », NW CGR GP S.à r.l., (v) NW CGR Holding S.à r.l., (vi) NW Europe Holdings S.à r.l., (vii) NW Europe (No. 1) Limited Partnership, (viii) NW Europe (No. 2) Limited Partnership, (ix) NW Europe Co-Invest (No. 1) Limited Partnership, (x) NW Europe Co-Invest (No. 2) Limited Partnership, (xi) NW Europe Employees Co- Invest Limited Partnership, ces cinq dernières sociétés étant toutes gérées par leur « general partner », Northwood Canada AIV GP Limited Partnership (Alberta), (xii) Northwood Employees LP, gérée par son « general partner », Northwood GP LLC, et (xiii) Northwood Real Estate Partners Europe LIMITED Partnership, gérée par son « general partner », Northwood Canada AIV GP II Limited Partnership, ensemble, avec les Initiateurs, « **Northwood Investors** » ou le « **Concert Northwood** ».

À la suite de l'Achat de Bloc, le Concert Northwood a franchi le seuil visé à l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, se trouvant ainsi en situation d'offre publique obligatoire.

Les Initiateurs ont indiqué que :

- conformément au Contrat, CRI a adressé aux Acquéreurs une notification d'ajustement du prix provisoire ;
- à la suite de discussion, les Acquéreurs ont notifié leurs objections au prix notifié par CRI ;
- à la date du dépôt de l'Offre, le montant du prix définitif est en cours de discussion, étant précisé qu'il ne pourra en aucun cas excéder 35,65 euros.

Le 17 décembre 2015, J.P. Morgan, agissant pour le compte des Initiateurs, a déposé un projet d'offre auprès de l'AMF.

3. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

A l'exception des accords décrits dans la Note d'Information et rappelés ci-après, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

3.1 Contrats de reclassement

Le Concert Northwood a indiqué, aux paragraphes 1.3.2 et 1.4 de la Note d'Information, que dans l'hypothèse où il détiendrait plus de 60% du capital et/ou des droits de vote de la Société, ce dernier entend procéder au reclassement, avant le 30 avril 2017, *a minima* de la partie de sa participation excédant ce seuil à des tiers, y compris auprès de certains de ses propres *limited partners* avec lesquels il n'agira pas de concert, tout en conservant le contrôle de la Société et ce, afin de permettre à la Société de conserver son statut SIIC.

Dans ce cadre, les Initiateurs ont informé la Société le 23 décembre de la signature, les 18 et 21 décembre derniers, de quatre contrats de reclassement. Les principales caractéristiques de chacun de ces contrats figurent au paragraphe 1.4 de la Note d'Information.

La signature de ces contrats de reclassement a donné lieu à un avis publié par l'AMF, sous le numéro 215C2152, le 23 décembre 2015.

3.2 Contrat d'« Advisory Services »

Le 16 décembre 2015, le Conseil d'administration de la Société a approuvé les termes d'un contrat d'*advisory services* (l'« **ASA** ») devant être conclu, pour une durée initiale de 6 ans, entre Prothin (la Société étant l'associé unique de Prothin qui détient l'ensemble du portefeuille immobilier existant) et une société affiliée au Concert Northwood, Northwood Investors France Asset Management S.A.S (l'« **Advisor** ») et devant entrer en vigueur le 1^{er} Janvier 2016. L'ASA a été conclu le 16 décembre 2015 et ses principaux termes figurent au paragraphe 1.3.1 de la Note d'Information.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CEGEREAL

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 16 décembre 2015, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner l'Offre.

A cette date, la composition du Conseil d'administration était la suivante :

- Monsieur Richard WRIGLEY, administrateur indépendant, Président du Conseil,
- Monsieur Jérôme ANSELME, administrateur et directeur général délégué,
- Madame Sophie KRAMER, administrateur,
- Mademoiselle Erin CANNATA, administrateur,
- Monsieur Jean-Pierre BONNEFOND, administrateur indépendant et président du Comité des nominations et des rémunérations¹,
- La société EUROPROPERTY, administrateur indépendant, représentée par son représentant permanent Monsieur Alec EMMOTT, président du Comité des Investissements,
- La société GMF VIE, administrateur, représentée par son représentant permanent Monsieur Olivier LE BORGNE,
- Monsieur Khaled KUDSI, administrateur,
- Monsieur John KUKRAL, administrateur,

L'ensemble des membres du Conseil étaient présents ou représentés, en particulier les membres indépendants. Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil se sont tenus sous la présidence de Monsieur Richard WRIGLEY, administrateur indépendant, en qualité de Président du Conseil d'administration.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil d'administration ont eu connaissance :

- de l'avis de début d'une période de pré-offre qui a été publié par l'AMF le 28 septembre 2015 (D&I AMF n°215C1340) ;
- du projet de note d'information des Initiateurs contenant les motifs et les caractéristiques de l'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre tels qu'établis par J.P. Morgan ;
- du rapport du cabinet Ledouble, expert indépendant, conformément aux dispositions de

¹ Il est précisé que Monsieur Jean-Pierre Bonnefond a démissionné de ses fonctions d'administrateur et président du Comité des nominations et des rémunérations avec effet le 6 janvier 2016.

- l'article 261-1 I 1° et 4° du règlement général de l'AMF ; et
- du projet de note en réponse de CeGeREAL et le projet de document intitulé « autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.

Afin de permettre au Conseil d'accomplir diligemment sa mission d'analyse de l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'Offre, le Conseil réuni le 24 novembre dernier a décidé la constitution d'un comité ad-hoc composé des membres indépendants du Conseil, à savoir Monsieur Richard WRIGLEY, Monsieur Jean-Pierre BONNEFOND et la société EUROPROPERTY (dont le représentant permanent est Monsieur Alec EMMOTT). Ce Comité ad-hoc s'est réuni à plusieurs reprises et notamment les 2, 9, 14, 15 et 16 décembre 2015 afin de :

- rencontrer l'expert indépendant lors d'une première réunion préparatoire le 9 décembre 2015. Au cours de cette réunion, le comité ad-hoc a examiné un premier projet de rapport de l'expert indépendant et s'est assuré du bon déroulement de sa mission ;
- commenter une nouvelle version du rapport de l'expert transmise préalablement, lors d'une seconde réunion (par conférence téléphonique) le 14 décembre 2015 ;
- examiner, avec l'appui d'un cabinet d'avocats, le projet de contrat d'Advisory Services Agreement à conclure entre Prothin SAS et Northwood Investors France Asset Management SAS, accord susceptible d'être connexe à l'Offre ;
- prendre connaissance du projet de note d'information préparée par les Initiateurs et préparer, avec l'appui d'un cabinet d'avocats, le projet de note en réponse de la Société pour soumission au Conseil ; et
- rencontrer l'expert indépendant lors d'une réunion tenue préalablement à la présente réunion.

Conformément à l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration a été appelé à donner son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et salariés.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres présents du Conseil d'administration, y compris ses membres indépendants, les administrateurs nommés sur proposition de Northwood Investors se rangeant à l'avis exprimé par les administrateurs indépendants :

*« Le Président expose aux membres du Conseil qu'ils sont réunis afin d'examiner le projet d'offre publique qui sera déposé le 17 décembre 2015 par NW CGR 4 Sàrl, NW CGR 5 Sàrl (les « **Initiateurs** »), agissant de concert avec le Concert Northwood, auprès de l'AMF. Le « **Concert Northwood** » désigne (i) NW CGR 1 S.à r.l., (ii) NW CGR 2 S.à r.l., (iii) NW CGR 3 S.à r.l. (ensemble avec NW CGR 1 S.à r.l. et NW CGR 2 S.à r.l., les « **Acquéreurs** »), (iv) NW CGR 4 S.à r.l., (v) NW CGR 5 S.à r.l., (vi) NW CGR S.C.S, gérée par son « general partner », NW CGR GP S.à r.l., (vii) NW CGR Holding S.à r.l., (viii) NW Europe Holdings S.à r.l., (ix) NW Europe (No. 1) Limited Partnership, (x) NW Europe (No. 2) Limited Partnership, (xi) NW Europe Co-Invest (No. 1) Limited Partnership, (xii) NW Europe Co-Invest (No. 2) Limited Partnership, (xiii) NW Europe Employees Co- Invest Limited Partnership, ces cinq dernières sociétés étant toutes gérées par leur « general partner », Northwood Canada AIV GP Limited Partnership (Alberta), (xiv) Northwood Employees LP, gérée par son « general partner », Northwood GP LLC, et (xv) Northwood Real Estate Partners Europe LIMITED Partnership, gérée par son « general partner », Northwood Canada AIV GP II Limited Partnership.*

*Le Président présente au Conseil d'administration le projet de note d'information des Initiateurs qui sera déposé auprès de l'AMF le 17 décembre 2015 par J.P. Morgan en sa qualité d'établissement présentateur (la « **Note d'Information** »).*

*Ce projet d'offre est un projet d'offre publique d'achat simplifiée, portant sur la totalité des actions de la Société. Cette Offre fait suite à l'acquisition par les Acquéreurs d'un bloc d'actions de la Société représentant 59,78% du capital auprès de Commerz Real Investmentgesellschaft mbH au prix provisoire de 35,62€ par action (l'« **Achat de Bloc** »).*

Aux termes de cette Offre, et sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, les Initiateurs offriront de manière irrévocable aux actionnaires de la Société de leur apporter les actions qu'ils détiennent au prix de 35,65 euros par action. Le Conseil relève également que les Initiateurs ont indiqué, dans la Note d'Information, que le financement des sommes dues par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre sera assuré par des lignes de crédit existantes de Northwood Investors auprès d'institutions financières, remplacées, si cela s'avérait nécessaire, par des investissements en fonds propres.

Le Président rappelle que, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Olivier Cretté et Monsieur Sébastien Sancho, a été désigné, à l'unanimité, en qualité d'expert indépendant, par le Conseil lors de sa séance du 24 novembre 2015.

Le Président indique que l'expert indépendant a été mis en mesure de discuter avec tous les membres du Conseil d'administration.

Le Président indique également que l'expert indépendant a remis au Conseil son rapport d'évaluation, et invite Monsieur Olivier Cretté et Monsieur Sébastien Sancho à présenter au Conseil les principaux termes et les conclusions dudit rapport.

L'expert indépendant rappelle en premier lieu que, conformément à la réglementation applicable, son rapport inclut une attestation d'indépendance, aux termes de laquelle il a attesté de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la mission qui lui a été confiée.

L'expert indépendant présente ensuite une synthèse de son intervention et rappelle les conclusions de son rapport, lesquelles sont les suivantes :

« A l'issue de nos travaux de valorisation du titre CeGeREAL SA, nous sommes d'avis que le prix proposé de 35,65 euros par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre.

Les accords connexes ne remettent pas en cause l'équité du Prix d'Offre, qui ne peut être inférieur au prix de cession du Bloc de Contrôle ».

Un débat s'instaure entre les participants à la présente réunion.

Les administrateurs nommés sur proposition de Northwood Investors ont choisi de ne pas s'exprimer et de laisser les autres administrateurs échanger sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Les administrateurs nommés sur proposition de Northwood Investors indiquent qu'ils se rangent à l'avis exprimé par les administrateurs indépendants, lesquels se sont prononcés à l'unanimité favorablement sur le caractère équitable de l'Offre.

Après avoir entendu le compte rendu des travaux du comité ad hoc et à la suite de ces échanges, au vu des différents documents transmis, le Conseil relève et constate, à l'unanimité des membres présents, représentés et votants, que :

- a. le prix proposé de 35,65 euros par action offert aux actionnaires de la Société, représente une prime de 30% par rapport au cours de bourse de clôture du 25 septembre 2015 qui s'élevait à 27,43 euros, avant l'annonce des principales caractéristiques du projet d'Offre, et de respectivement 28,2% et 26,8% sur les moyennes des cours 1 et 3 mois (pondérés par les volumes) précédant le 25 septembre 2015 ;*
- b. le prix de l'Offre se compare favorablement aux différents critères de valorisation établis par J.P. Morgan, dans la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre telle que reproduite dans le projet de note d'information, tout en relevant que la décote par rapport à l'ANR Triple Net EPRA au 30 juin 2015 est de 0,3% ;*
- c. les Initiateurs ont indiqué que le prix définitif payé par les Acquéreurs au titre de l'Achat de Bloc ne pourra en aucun cas excéder 35,65 euros ;*
- d. le rapport de l'expert indépendant conclut que le prix proposé de 35,65 euros est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre et que les accords connexes ne remettent pas en cause l'équité du Prix d'Offre ;*
- e. chaque actionnaire demeure libre d'apporter ou non ses titres à l'Offre ;*
- f. s'agissant des intentions des Initiateurs en matière de gouvernance, les Initiateurs indiquent que la Société se conformera aux meilleures pratiques en matière de gouvernement d'entreprise et de transparence, que sont les recommandations AFEP MEDEF et s'inspirera des meilleures pratiques internationales en la matière pour des sociétés de taille équivalente. A ce titre, les Initiateurs indiquent que le Conseil sera constitué de 9 membres dont un minimum de 3 membres seront indépendants et que les administrateurs indépendants seront majoritaires au sein de chacun des comités, la présidence de ces comités étant assurée par un administrateur indépendant. De plus, le Conseil sera invité à conforter ses règles de fonctionnement et notamment son règlement intérieur afin de renforcer les principes de bonne gouvernance et de transparence ;*
- g. les Initiateurs entendent maintenir et renforcer la direction générale de la Société dans la continuité ;*
- h. s'agissant des intentions des Initiateurs en matière de cotation, les Initiateurs prévoient de maintenir et préserver la cotation des actions de la Société sur le marché réglementé d'Euronext Paris et de conserver son statut SIIC et n'ont pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire ;*
- i. s'agissant des intentions des Initiateurs en matière de stratégie et de développement, les Initiateurs entendent maintenir le positionnement stratégique de la Société et l'accompagner et la soutenir dans son développement ; et*

- j. *l'Offre s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société, elle ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et devrait ainsi s'inscrire dans la continuité de la politique sociale de la Société.*

Dès lors, au vu de ces éléments, des objectifs et des intentions déclarés par les Initiateurs et après en avoir délibéré, le Conseil, à l'unanimité des membres, en ce compris les membres indépendants, les administrateurs nommés sur proposition de Northwood Investors se rangeant à l'avis exprimé par les administrateurs indépendants, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, estimant que l'Offre :

(i) présente un caractère amical ;

(ii) est conforme aux intérêts de la Société, puisqu'elle lui permettra d'être accompagnée et soutenue par les Initiateurs dans son développement et sa stratégie ; et,

(iii) est conforme aux intérêts de ses actionnaires, puisqu'elle représente pour ceux qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre, une opportunité de liquidité immédiate à un prix considéré comme équitable par l'expert indépendant, et pour les actionnaires qui souhaiteraient rester au capital de la Société, de bénéficier de ses perspectives de développement.

Le Conseil considère que cette Offre permet aux actionnaires qui le souhaitent de rester associés, dans des conditions équitables, aux perspectives de développement de la Société telles que présentées par les Initiateurs dans la Note d'Opération.

Conformément à l'article 231-19 6° du Règlement général de l'AMF, il est ensuite demandé à chacun des membres du Conseil qui détient des actions dans le capital de la Société de préciser ses intentions relativement à l'Offre :

Monsieur Olivier LE BORGNE, représentant permanent de la société GMF VIE, administrateur, indique que la société GMF VIE, ainsi que les autres entités COVEA, ont l'intention d'apporter à l'Offre les actions de la Société qu'elles détiennent ou qu'elles pourraient détenir.

Les autres administrateurs qui détiennent des actions de la Société indiquent qu'ils n'ont pas l'intention de les apporter à l'Offre.

En outre, le Conseil décide que les actions auto-détenues à ce jour par la Société, à savoir 13.538 actions, ne seront pas apportées à l'Offre, dans la mesure où elles sont principalement affectées à la gestion du contrat de liquidité que la Société entend maintenir en place à l'issue de l'Offre.

Enfin, le Conseil prend acte que la Société finalisera et déposera le 17 décembre 2015, auprès de l'AMF, le projet de note en réponse, lequel inclura le rapport de l'expert indépendant et la position exprimée par le Conseil relativement à l'Offre dans sa séance de ce jour. Le Conseil autorise le Directeur Général à finaliser et signer le projet de note en réponse de la Société.

Le Conseil prend également connaissance du projet de communiqué de la Société relatif au dépôt du projet de note en réponse. »

5. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CEGEREAL

Monsieur Olivier LE BORGNE, représentant permanent de la société GMF VIE, administrateur, a indiqué que la société GMF VIE, ainsi que les autres entités COVEA, ont l'intention d'apporter à l'Offre les actions de la Société qu'elles détiennent ou qu'elles pourraient détenir.

Les autres administrateurs qui détiennent des actions de la Société indiquent qu'ils n'ont pas l'intention de les apporter à l'Offre.

6. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE

Le Conseil d'administration a décidé que la Société n'apportera pas à l'Offre les 13.538 actions auto-détenues (au 16 décembre 2015) par la Société.

7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de CeGeREAL, d'un montant de 160.470.000 euros, est divisé en 13.372.500 actions, d'une valeur nominale de 12 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la connaissance de la Société, à la date du dépôt du projet d'Offre, le capital et les droits de vote de CeGeREAL étaient répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% de capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote
NW. CGR 1 S.à r.l.	2 674 302	19,99%	2 674 302	19,99%
NW. CGR 2 S.à r.l.	2 674 302	19,99%	2 674 302	19,99%
NW. CGR 3 S.à r.l.	2 644 885	19,78%	2 644 885	19,78%
NW. CGR 4 S.à r.l.	0	-	0	-
NW. CGR 5 S.à r.l.	0	-	0	-
NW. CGR S.C.S.	0	-	0	-
NW. CGR GP S.à r.l	0	-	0	-
NW. CGR Holding S.à r.l.	0	-	0	-
NW. Europe Holdings S.à r.l.	0	-	0	-
Total concert Northwood	7 993 489	59,78%	7 993 489	59,78%
Covéa	1 877 555	14,04%	1 877 555	13,97%
Debioholding SA	947 782	7,09%	947 782	7,09%
Moneta Asset Management	671 985	5,03%	671 985	5,03%
Flottant	1 868 151	13,97%	1 868 151	13,97%
Autodétention	13 538	0,10%	-	0,00%
TOTAL	13 372 500	100,00%	13 372 500	100,00%

À la connaissance de la Société, il n'existe actuellement aucun titre de participation ou d'instrument financier donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la

Société.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

L'article 10 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir, directement ou indirectement au travers d'une ou plusieurs sociétés qu'elle contrôle majoritairement, un pourcentage de participation supérieur ou égal à 3% du capital social et/ou des droits de vote est tenue d'informer la Société de la détention de chaque fraction de 2% du capital et/ou des droits de vote jusqu'à 33% dans un délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement du ou desdits seuils, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée à son siège social, en précisant le nombre total d'actions ou de titres donnant accès au capital ainsi que du nombre de droits de vote qu'elle détient, seule ou indirectement ou encore de concert, sur la base du dernier nombre de droits au vote publié par la Société.

En cas de non-respect de cette obligation d'information, un ou plusieurs actionnaires, détenant une fraction du capital ou des droits de vote au moins égale à 5%, pourront demander que les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée soient privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification. La demande est consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale. Dans les mêmes conditions, les droits de vote attachés à ces actions et qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être délégués par l'actionnaire défaillant.

Tout actionnaire, autre qu'une personne physique détenant et/ou venant à détenir, directement ou par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce 10% des droits à dividendes de la Société devra indiquer dans sa déclaration de franchissement de seuil ou suite à cette dernière, s'il est ou non un Actionnaire à Prélèvement tel que défini à l'article 27 des statuts de la Société. Dans l'hypothèse où un tel actionnaire déclarerait ne pas être un Actionnaire à Prélèvement, il devra en justifier à toute demande de la Société et, si la Société le demande, lui fournir un avis juridique d'un cabinet fiscal de réputation internationale au plus tard dix (10) jours ouvrés avant la mise en paiement des distributions. Tout actionnaire, autre qu'une personne physique, ayant notifié le franchissement direct ou indirect à la hausse du seuil de 10% des droits à dividendes devra notifier à la Société, à bref délai et en tout état de cause au plus tard dix (10) jours ouvrés avant la mise en paiement des distributions, tout changement de son statut fiscal qui lui ferait acquérir ou perdre la qualité d'Actionnaire à Prélèvement. A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions susvisées, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires, si à l'occasion d'une assemblée, le défaut de déclaration a été constaté et si un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble 2% au moins du capital en font la demande lors de cette assemblée. La privation du droit de vote s'applique pour toute assemblée d'actionnaires se tenant jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la déclaration. Les actions de tout Actionnaire à Prélèvement seront mises sous la forme nominative pure.

Aucune clause des statuts de la Société ne limite la libre cession des actions émises par la Société.

À l'exception de l'avis visé au paragraphe 3.1 ci-dessus, relatif aux contrats de reclassement, aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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

Outre ceux mentionnés dans le tableau de répartition du capital figurant en section 7.1 ci-dessus, la Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 3% de son capital ou de ses droits de vote à la date de la présente note en réponse.

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

Les actions émises par la Société donnent droit au vote et à la représentation dans les assemblées générales d'actionnaires dans les conditions fixées par la loi.

L'article 11 des statuts de la Société précise qu'aux termes de la 23^{ème} résolution de l'assemblée générale extraordinaire en date du 15 avril 2015, il a été décidé de ne pas conférer de droit de vote double tel qu'institué par la loi 2014-384 du 29 mars 2014 aux titulaires d'actions visées à l'article L.225-123 alinéa 3 du Code de commerce.

Aucune action ne comporte de droits de contrôles spéciaux.

7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Non applicable.

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

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions de la Société et à l'exercice des droits de vote.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres ou la modification des statuts.

7.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Conseil d'administration de la Société dispose à ce jour des autorisations ou délégations suivantes, consenties par l'assemblée générale des actionnaires, en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Nature de la délégation	Date de l'AG	Durée de la délégation	Montant autorisé	Utilisation au cours de l'exercice
Délégation en vue d'augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes	15/04/2015	26 mois	300.000.000 euros	Non utilisée

Délégation en vue d'augmenter le capital avec maintien du DPS	15/04/2015	26 mois	300.000.000 euros	Non utilisée
Délégation en vue d'augmenter le capital avec suppression du DPS par offre au public	15/04/2015	26 mois	300.000.000 euros	Non utilisée
Délégation en vue d'augmenter le capital avec suppression du DPS par placement privé	15/04/2015	26 mois	10% du capital social par an	Non utilisée
Délégation en vue d'émettre des bons de souscription d'actions à attribuer gratuitement en cas d'offre publique dans le cadre de l'exception de réciprocité	15/04/2015	18 mois	160.470.000 euros	Non utilisée
Délégation en vue d'augmenter le capital en rémunération d'un apport de titres ou de valeurs mobilières	15/04/2015	26 mois	10% du capital social par an	Non utilisée
Autorisation d'émettre des options de souscription d'actions	26/06/2013	25/08/16	2 % du capital social existant au jour de la première attribution	
Programme de rachat d'actions	15/04/2015	18 mois	10% du capital social Montant maximum 53.490.000 euros	

7.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

Trois accords ont été modifiés dans le cadre du changement de contrôle résultant de l'Acquisition :

- Un avenant a été conclu, préalablement à la réalisation de l'Acquisition, le 4 novembre 2015 à la convention de crédit en date du 26 juillet 2012 (conclue entre notamment la société Prothin, AAREAL BANL AG, DEUSTCHE PFANDBRIEFBANK AG, BAYREISCHE LANDESBANK et BELRIN HYP AG) ;
- Un nouveau contrat d' « assurances immeubles » (multirisques et RC) a été mis en place le 4 novembre 2015 ;
- Un contrat d'Asset Management Agreement a été conclu le 5 novembre 2015 à titre provisoire entre Prothin SAS et Northwood Investors France SAS en qualité d'Asset Manager. Ce contrat a été résilié le 16 décembre 2015, avec effet au 1^{er} janvier 2016. Un contrat d'Advisory Services, dont les caractéristiques sont décrites au paragraphe 1.3.1 de la Note d'Information, a été conclu le 16 décembre 2015, avec une entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2016.

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

Le 5 novembre 2015, la Société a conclu avec M. Raphaël Tréguier un engagement de non-concurrence. En contrepartie de cet engagement de non-concurrence, il est convenu que M. Raphaël Tréguier percevrait, pendant une durée de 6 mois, une indemnité de non-concurrence mensuelle égale à la somme de :

- la dernière rémunération fixe mensuelle ; et
- 1/12 de la rémunération variable annuelle au titre de l'année précédente, en cas de cessation des fonctions en 2016 ou 2017 ou (ii) 1/12 de la moyenne des rémunérations variables annuelles des trois années précédentes, en cas de cessation des fonctions en 2018 ou postérieurement.

Il n'existe au sein de la Société aucun autre accord portant engagement de verser des indemnités de départ au profit de dirigeants ou de salariés, en cas de démission ou de licenciement sans cause réelle et sérieuse, ou encore en cas d'offre publique visant les titres de la Société.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Ledouble

CeGeREAL

**Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée
par NW CGR 4 S.à r.l. et NW CGR 5 S.à. r.l.
agissant de concert avec les autres entités du Concert Northwood**

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS - 15, rue d'Astorg - 75008 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 - Fax 01 43 12 84 86 - E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes – Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts-comptables
et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 503 320 € - RCS PARIS B 392 702 023 TVA intracommunautaire FR 50 392 702 023

Ledouble

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (l' « **Offre** » ou l' « **OPAS** ») initiée par NW CGR 4 S.à r.l. et NW CGR 5 S.à r.l. (les « **Initiateurs** »), agissant de concert avec d'autres entités du Concert Northwood (« **Northwood Investors** » ou « **Northwood** »), sur les actions CeGeREAL SA (la « **Société** » ou la « **Cible** »), Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné par le conseil d'administration de la Société du 24 novembre 2015¹, de se prononcer sur le caractère équitable pour les actionnaires visés par l'Offre, du prix d'Offre de **35,65 €** par action CeGeREAL (le « **Prix d'Offre** »).

L'Offre s'inscrit dans le prolongement de la prise de contrôle de la Société par Northwood Investors *via* l'acquisition le 5 novembre 2015 (« **Date de Réalisation** ») de 7.993.489 actions CeGeREAL, représentant 59,78% du capital et des droits de vote de la Société (le « **Bloc de Contrôle** »), auprès de Commerz Real Investmentgesellschaft mbH (le « **Cédant** » ou « **CRI** »), agissant pour le compte de HausInvest.

L'acquisition du Bloc de Contrôle a été annoncée publiquement le 25 septembre 2015² (« **Date de l'Annonce** ») et s'est concrétisée le 5 novembre 2015³.

Compte tenu de l'acquisition du Bloc de Contrôle, Northwood Investors se trouve dans l'obligation de déposer l'Offre en vertu de l'article 234-2 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** »). Cette Offre revêt la forme d'une OPAS conformément à l'article 233-1 2^o du règlement général de l'AMF.

Le prix de la transaction entre CRI et Northwood Investors (le « **Prix définitif** »), qui avait été provisoirement fixé à **35,62 €** par action CeGeREAL (le « **Prix provisoire** ») est en cours de discussion à ce jour ; nous avons toutefois obtenu la confirmation qu'en l'état actuel des discussions entre les parties au SPA, il ne pourra être supérieur au Prix d'Offre.

¹ Information réglementée – Communiqué. [\[En ligne\]](#)

² Acquisition par Northwood Investors de la participation majoritaire de Commerz Real dans CeGeREAL. [\[En ligne\]](#)

³ Acquisition par Northwood Investors d'une participation majoritaire dans CeGeREAL. [\[En ligne\]](#)

⁴ L'Offre, du fait de l'acquisition préalable du Bloc de Contrôle étant « *émise par un actionnaire venant à détenir directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, après acquisition la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée* ».

La désignation de Ledouble en tant qu'expert indépendant et le présent rapport entrent dans le cadre de l'article 261.1 I.1⁰⁵ et 261.1. I.4⁰⁶ du règlement général de l'AMF. L'attestation d'équité figurant en conclusion du présent rapport s'entend au sens de l'article 262-1.⁰⁷ du règlement général de l'AMF.

Indépendance

Ledouble est indépendant de CeGeREAL, de Northwood Investors, de leurs conseils respectifs⁸ (les « **Conseils** »), de l'établissement présentateur de l'Offre⁹ (« **L'Établissement présentateur** »), ainsi que de l'expert en charge de l'évaluation du patrimoine immobilier de CeGeREAL (« **L'Expert immobilier** »¹⁰) :

- Ledouble n'a aucun lien juridique ou financier avec les parties en présence ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêt au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006¹¹ ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes les plus récentes réalisées par Ledouble, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées ;
- nous considérons que la mission qui est confiée à Ledouble ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'Établissement présentateur¹².

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu, avec les personnes concernées par l'Offre et les Conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance.

⁵ La Cible étant déjà contrôlée, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, avant le lancement de l'Opération, par l'Initiateur.

⁶ En présence d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix d'Offre.

⁷ Article 262-1.I du règlement général de l'AMF : « *L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité. Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité.* »

⁸ White & Case LLP, conseil juridique de CeGeREAL ; Darrois Villey Maillot Brochier AARPI et Sidley Austin LLP, conseils juridiques de Northwood ; Brookfield Financial et J.P. Morgan, conseils financiers de Northwood ; à toutes fins utiles, nous confirmons également notre indépendance à l'égard du Cédant et de FIDAL, conseil juridique de CRI.

⁹ J.P. Morgan, qui garantit en outre la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

¹⁰ Cushman & Wakefield – DTZ Valuation France.

¹¹ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et collaborateurs de Ledouble ayant participé à la mission.

¹² Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en **annexe 5**.

Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006¹³. Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus par Ledouble dans le cadre de la présente mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Pour l'essentiel, ces travaux ont consisté, d'une part, en une valorisation multicritères de la Cible et de son titre ainsi qu'en une analyse de la prime ou décote induite par le Prix d'Offre sur les différents critères d'évaluation et, d'autre part, en l'examen des accords connexes (les « **Accords connexes** »¹⁴) entourant l'Offre et de leur incidence éventuelle sur le Prix d'Offre. Ces diligences ont impliqué notamment :

- l'analyse de la structure et des conditions de l'Offre sur la base d'entretiens avec les représentants de CeGeREAL, de Northwood Investors, des Conseils et de l'Établissement présentateur ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3** ;
- l'étude, dans le dispositif portant transfert des actions CeGeREAL (les « **Accords** »¹⁵), des modalités d'acquisition du Bloc de Contrôle et de son financement, ainsi que du financement de l'Offre (l'acquisition du Bloc de Contrôle et l'Offre constituant « **l'Opération** ») ;
- la collecte des informations les plus récentes sur le marché de l'immobilier et la conduite d'entretiens auprès de Cushman & Wakefield – DTZ Valuation France,

¹³ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

¹⁴ Les Accords connexes sont constitués :

- du contrat d'*Advisory Services Agreement* à conclure entre Prothin SAS, porteuse de l'ensemble des actifs immobiliers de CeGeREAL, et Northwood Investors France Asset Management SAS (le « **Conseil** »), société affiliée à Northwood Investors (en remplacement d'un contrat d'*Asset Management* conclu le 5 novembre 2015 à titre provisoire et après résiliation le 4 novembre 2015 du contrat d'*Asset Management* qui liait Prothin SAS et le Cédant), et
- des contrats de reclassement de titres CeGeREAL, à conclure postérieurement à l'Offre entre les Initiateurs et d'éventuels investisseurs, pour permettre à la Société de conserver une structure capitalistique compatible avec son statut de société d'investissement immobilier cotée (« **SIIC** »).

¹⁵ Les Accords sont constitués :

- d'un *Share Purchase Agreement* (« **SPA** ») conclu entre, d'une part, le Cédant et, d'autre part, trois entités distinctes des Initiateurs, mais également contrôlées par Northwood Investors : NW CGR 1 S.à r.l., NW CGR 2 S.à r.l. et NW CGR 3 S.à r.l. (les « **Acquéreurs** ») ;
- de trois actes réitératifs de cession d'actions CeGeREAL conclus entre le Cédant et les Acquéreurs.

en charge à intervalle trimestriel de l'évaluation des actifs immobiliers de CeGeREAL pour les besoins des arrêtés comptables impliquant des calculs d'Actif Net Réévalué (« ANR ») ;

- l'exploitation des expertises immobilières réalisées au 31 décembre 2014, au 30 juin 2015 et au 30 septembre 2015 ;
- la revue des délibérations du conseil d'administration de CeGeREAL SA, des décisions de l'associé unique Prothin SAS et des décisions prises au cours des assemblées générales de CeGeREAL SA, antérieurement à l'Offre¹⁶ ;
- la consultation de la documentation comptable et financière de la Société, notamment du rapport annuel relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2014 et du rapport financier semestriel 2015, ainsi que des informations réglementées accessibles sur son site Internet¹⁷ ;
- l'examen du dernier plan d'affaires triennal consolidé (« *Business Plan* ») du groupe constitué de CeGeREAL SA et de sa filiale Prothin SAS (le « **Groupe** ») en vigueur jusqu'au transfert du Bloc de Contrôle ;
- l'extraction d'informations issues de nos bases de données¹⁸, relatives au secteur immobilier et à la Société, ainsi qu'aux autres acteurs du marché ;
- l'analyse des primes dégagées sur les valorisations des sociétés visées par les offres publiques antérieures dans le secteur immobilier ;
- le recoupement entre les différentes méthodes de valorisation employées pour évaluer la Cible ;
- la confrontation de nos travaux avec ceux de l'Établissement présentateur ;
- la revue des dispositions prévues dans les Accords connexes et l'appréciation de leur portée au regard du Prix d'Offre ;
- l'examen des projets de notes d'information élaborées par les Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors et par la Société en réponse ;
- la présentation aux administrateurs indépendants de CeGeREAL SA de nos travaux en cours de mission et du contenu de notre rapport.

¹⁶ Entre 2012 et 2015.

¹⁷ Aux rubriques :

- « Investisseurs ». [[En ligne](#)]
- et « Media Center ». [[En ligne](#)]

¹⁸ Dont *Bloomberg* et *Thomson One*.

Affirmations obtenues et limites de la mission

Nous avons obtenu des confirmations du management de CeGeREAL SA et de Prothin SAS, d'une part, des représentants de Northwood Investors, d'autre part, notamment sur le processus d'acquisition du Bloc de Contrôle ayant déclenché le projet d'Offre et sur le fait que le Prix définitif ne pourra excéder le Prix d'Offre, ainsi que sur l'absence :

- d'éléments de nature à porter atteinte à l'objectivité du Prix d'Offre et à modifier substantiellement la valeur des actions visées par l'Offre ;
- de tout dispositif pouvant s'assimiler à un complément de prix qui pourrait ne pas bénéficier aux actionnaires minoritaires, et qui aurait pu notamment être conclu lors de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Il nous a été confirmé que la documentation recensée dans les notes d'information destinées à l'AMF reflète l'intégralité des engagements pris à l'égard de l'ensemble des actionnaires au titre de l'Offre.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées dans le cadre de notre mission était fiable et transmis de bonne foi.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- les parties en présence et, dans ses grandes lignes, l'économie générale de l'Opération (§ 1) ;
- l'activité et les performances historiques du Groupe dans le secteur de l'immobilier de bureaux en Ile-de-France sur lequel il est spécifiquement positionné (§ 2) ;
- notre évaluation multicritères des actions de la Société (§ 3) ;
- notre analyse des Accords et des Accords connexes (§ 4) ;
- nos observations sur les travaux de l'Établissement présentateur (§ 5) ;

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires de CeGeREAL SA visés par l'Offre (§ 6).

Conventions de présentation

Les montants ci-après sont exprimés en euros (€), milliers d'euros (K€), millions d'euros (M€) ou milliards d'euros (Md€) ou de dollars (Md\$). Les écarts arithmétiques susceptibles d'être relevés sont liés aux arrondis.

Les renvois entre chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

1 PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

1.1 Entités concernées

1.1.1 Northwood Investors

Northwood Investors est un fonds d'investissement immobilier américain, créé en 2006, gérant des fonds¹⁹ représentant approximativement 6 Md\$ et un portefeuille d'actifs d'environ 8 Md\$, concentrés sur quelques villes clés et opérations complexes aux Etats-Unis²⁰ et en Europe²¹.

Au sein d'un cercle de 150 professionnels répartis dans le monde, l'équipe dédiée au marché français est basée à Londres. A Paris et ses alentours, Northwood Investors, outre l'acquisition du Bloc de Contrôle, a investi dans plusieurs immeubles à la Défense (Defense Plaza), Genevilliers (Pointe Metro) et Clichy (Clichy Urbia).

1.1.2 CeGeREAL SA

CeGeREAL SA, dont les titres sont visés par l'Offre, est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 160.470.000 €²², sise 42, rue de Bassano à Paris (75008) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris²³, qui a opté pour le statut SIIC en 2006 ; ses titres sont admis aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris compartiment B²⁴, et font partie de l'indice « IEIF SIIC France »²⁵. Elle est représentée par M. Richard Wrigley, Président du conseil d'administration, M. Raphaël Tréguier, Directeur général et M. Jérôme Anselme, Directeur général délégué (§ 1.5.3).

La Société possède l'intégralité du capital de Prothin SAS (« **Prothin** »), son unique filiale, détentrice du patrimoine immobilier du Groupe formé par CeGeREAL SA et Prothin SAS (le « **Groupe** »), depuis que ces biens ont été transférés par la Société à sa filiale, dans le cadre d'un apport partiel d'actif intervenu en 2011.

¹⁹ Fonds tirés ou engagés.

²⁰ Austin, Charlotte, Chicago, Dallas, Florida Keys, Los Angeles, New York, San Francisco, Washington.

²¹ Barcelone, Dublin, Londres, Paris, Prague, Leeds.

²² 13.372.500 actions d'une valeur nominale unitaire de 12 €.

²³ Sous le numéro RCS 422 800 029.

²⁴ Sous le mnémonique CGR et le code ISIN FR0010309096.

²⁵ Poids de CeGeREAL dans l'indice IEIF SIIC France : 0,7% (référence du 11 novembre 2015).

A la date du dépôt du projet d'Offre, le capital et les droits de vote théoriques²⁶ de CeGeREAL SA se répartissent comme suit :

Structure du capital social				
Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
NW CGR 1 S.à r.l.	2 674 302	20,0%	2 674 302	20,0%
NW CGR 2 S.à r.l.	2 674 302	20,0%	2 674 302	20,0%
NW CGR 3 S.à r.l.	2 644 885	19,8%	2 644 885	19,8%
Concert Northwood	7 993 489	59,8%	7 993 489	59,8%
Covéa	1 867 888	14,0%	1 867 888	14,0%
Debioholding	947 782	7,1%	947 782	7,1%
Moneta Asset Management	671 985	5,0%	671 985	5,0%
Flottant	1 877 818	14,0%	1 877 818	14,0%
Auto-détention	13 538	0,1%	13 538	0,1%
Total	13 372 500	100%	13 372 500	100%

Il n'existe à la date de l'Offre aucun autre instrument financier pouvant donner accès au capital de la Société.

Le patrimoine du Groupe, d'un montant de **902 M€** hors droits au 30 juin 2015, est constitué historiquement de 3 immeubles de bureaux récents labellisés Haute Qualité Environnementale (HQE) et localisés dans des quartiers attractifs : Europlaza (La Défense), les Arcs de Seine (Boulogne-Billancourt) et les Rives de Bercy (Charenton-le-Pont, Paris) :

- Livré en 1999, l'immeuble **Europlaza**, valorisé **354 M€** hors droits au 30 juin 2015, développe une surface de **52.478 m²**²⁷ déployée sur une tour d'une trentaine d'étages et un building adjacent de 4 étages ; occupé par **14 locataires** de référence (parmi lesquels **General Electric, Cap Gemini, Galdema, Experian, Shtree**), il affiche un taux de vacance de 20% (*versus* 12% dans le quartier de La Défense) ;
- Livré en 2001 et entièrement reconfiguré en 2011, l'immeuble **Arcs de Seine**, valorisé **353 M€** hors droits au 30 juin 2015, développe une surface de **47.222 m²**²⁸ déployée sur 3 buildings comportant respectivement 5, 7 et 8 niveaux ; occupé par **9 locataires** de référence (parmi lesquels **Canal+, Boursorama, Hewlett-Packard, Sagem Défense, Huawei**), l'ensemble immobilier affiche un taux de vacance quasi nul (*versus* 12% à Boulogne-Billancourt) ;

²⁶ Les droits de vote théoriques incluent les droits de vote afférents aux actions dépourvues de droit de vote, en l'occurrence les actions d'autocontrôle (extrait de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF : « Le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote »).

²⁷ Dont 47.131 m² de bureaux.

²⁸ Dont 44.152 m² de bureaux.

- Livré en 2003, l'immeuble **Rives de Bercy**, valorisé **195 M€** hors droits au 30 juin 2015, développe une surface de **31.942 m²**²⁹ sur 7 niveaux; occupé par un seul et unique locataire de référence (**Crédit Foncier**), il affiche un taux de vacance nul (*versus* 8% à Charenton-le-Pont, situé au sud-est de Paris).

Les baux conclus avec les locataires assurent à CeGeREAL une sécurité de revenus locatifs à moyen et long terme³⁰.

1.1.3 Titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur la fraction du capital de CeGeREAL SA non détenue par les Acquéreurs, soit **5.365.473** actions³¹ hors actions auto-détenues que la Société n'a pas l'intention d'apporter à l'Offre (§ 1.1.2).

1.2 Maintien du statut SIIC de la Société

Northwood Investors a l'intention de préserver le statut de SIIC dont bénéficie la Société, et d'en faire l'une des SIIC de référence dans l'immobilier d'entreprise en France, en visant, à partir des actifs immobiliers existants du Groupe et au moyen de la plateforme mondiale de Northwood ainsi que de l'appui de son équipe dédiée aux investissements en France (§ 1.1.1) :

- d'élargir le patrimoine de CeGeREAL au sein du Grand Paris pour bénéficier d'un couple risque / rentabilité attractif,
- de refinancer sa dette et d'optimiser son *gearing*,
- de sorte que la Société, après avoir atteint une taille critique, puisse disposer des moyens d'accroître sa notoriété, sa surface financière et sa capitalisation boursière ainsi que les performances et la liquidité de son titre en bourse,
- et de permettre ainsi une rotation naturelle des actifs.

1.3 Intentions des Initiateurs

Comme évoqué précédemment (§ 1.2), Northwood Investors souhaite conserver le statut SIIC de CeGeREAL SA et en conséquence :

²⁹ Dont 29.136 m² de bureaux.

³⁰ Au 30 septembre 2015, la maturité des baux au-delà de 2019, appréciée en nombre de m², était de l'ordre de 55%.

³¹ Nombre d'actions composant le capital social : 13.372.500 – nombre d'actions détenues par les Acquéreurs : 7.993.489 – nombre d'actions auto-détenues : 13.538 = **5.365.473**.

- n'a pas l'intention de solliciter auprès de l'AMF, ni à l'issue de l'Offre, ni au cours des douze prochains mois, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions non apportées à l'Offre³² ;
- ne demandera pas non plus à NYSE Euronext Paris la radiation des actions de la Société ;
- n'a pas l'intention de présenter un projet de fusion-absorption de la Société au cours des douze prochains mois.

1.4 Accords conclus dans le cadre de l'Opération

Il nous a été confirmé qu'aucun accord spécifique n'avait été conclu entre les parties dans le cadre de l'Opération, en marge de la documentation juridique dont nous avons eu connaissance et relatée dans les notes d'information des Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors et de la Cible en réponse ; nous avons recensé et examiné à ce titre :

- le SPA signé en date du 25 septembre 2015 et les trois actes réitératifs signés en date du 5 novembre 2015 fixant entre autres les modalités de calcul du Prix provisoire et du Prix définitif³³,
- l'*Advisory Services Agreement* à conclure entre Prothin et le Conseil et les principaux termes des bons de souscription d'actions (BSA³⁴) qui seront émis par la Société, sous réserve de l'approbation des actionnaires réunis en assemblée générale extraordinaire postérieurement à la clôture de l'Offre, et
- le projet de contrat type de reclassement de titres à conclure entre les Initiateurs et d'éventuels investisseurs à l'issue de l'Offre, pour faire en sorte que Northwood Investors maintienne sa participation au capital de CeGeREAL SA en deçà du seuil de 60% requis par la réglementation, et permette ainsi à la Société de conserver son statut de SIIC.

Le descriptif de ces accords est détaillé aux paragraphes suivants (§ 1.5 et § 1.6) ; l'analyse que nous en avons faite figure *infra* (§ 4).

³² En application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, dans l'hypothèse où le Concert Northwood viendrait à détenir plus de 95% du capital et des droits de vote de CeGeREAL à l'issue de l'Offre.

³³ Le SPA prévoit une procédure d'ajustement de prix à dire d'expert indépendant dans l'hypothèse où le Prix définitif ne serait pas arrêté à fin 2015 (l'estimation de l'expert indépendant doit s'inscrire dans la fourchette des prix définitifs proposés par les parties au SPA) ; d'un point de vue juridique, un avenant au SPA n'est pas nécessaire, dans la mesure où cette procédure d'ajustement est d'ores et déjà prévue dans le SPA.

³⁴ Environ 865.000 BSA, dont les principales caractéristiques sont les suivantes :

- prix de souscription de un (1) centime d'euro ;
- parité d'une (1) action pour un (1) BSA ;
- prix d'exercice égal à la moyenne des cours de bourse de la Société pondérés par les volumes sur une période de 20 jours de bourse précédant la date d'exercice ;
- exercice à une date fixe à intervalle triennal.

1.5 Accords régissant l'acquisition du Bloc de Contrôle et le financement de l'Opération

L'Offre étant réalisée consécutivement à l'acquisition du Bloc de Contrôle, nous présentons succinctement les modalités de réalisation de la prise de contrôle de CeGeREAL SA par les Acquéreurs (§ 1.5.1) et le dispositif de financement de l'Opération (§ 1.5.2), laquelle s'accompagne de modifications des organes de gouvernance (§ 1.5.3).

1.5.1 Acquisition du Bloc de Contrôle

Conformément au SPA en date du 25 septembre 2015 et aux trois actes réitératifs en date du 5 novembre 2015, signés entre le Cédant et les Acquéreurs, la prise de contrôle a été réalisée au Prix provisoire de **35,62 €**, résultant à la date du SPA de l'application d'une formule de calcul conventionnelle, se fondant sur le principe d'un actif net réévalué de Prothin et une valorisation fixe du patrimoine immobilier :

Valeur provisoire du Bloc de Contrôle cédé			
Acquéreur	Nombre d'actions	en %	Prix provisoire (M€)
NW CGR 1 S.à r.l.	2 674 302	20,00%	95,3
NW CGR 2 S.à r.l.	2 674 302	20,00%	95,3
NW CGR 3 S.à r.l.	2 644 885	19,78%	94,2
Total	7 993 489	59,78%	284,8

A l'issue de l'acquisition du Bloc de Contrôle auprès du Cédant, les Acquéreurs détiennent 59,78%³⁵ du capital et des droits de vote de la Société (§ 1.1.2). Le rachat de la participation détenue par CRI dans CeGeREAL SA conduit les Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors à déposer l'Offre à un prix égal ou supérieur au Prix définitif.

L'Opération considérée globalement³⁶ représente potentiellement, et avant toute opération de reclassement de titres de la Société nécessaire au maintien du régime SIIC de CeGeREAL SA (§ 1.4), un investissement total pour Northwood Investors, de l'ordre de 480 M€³⁷.

³⁵ 7.993.489 actions / 13.372.500 actions.

³⁶ Hors frais liés à l'Offre.

³⁷ Investissement englobant l'acquisition des titres détenus par CRI, par référence au Prix d'Offre : **7.993.489 actions * 35,65 € : 285 M€** et le solde imputable à l'Offre, par référence au Prix d'Offre et après exclusion de l'Offre des actions d'autocontrôle : **5.365.473 actions * 35,65 € : 191 M€** (§ 1.1.3).

1.5.2 *Financement de l'Opération*

Le financement des sommes dues par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre sera assuré par des lignes de crédit existantes auprès d'institutions financières, remplacées, si cela s'avérait nécessaire, par des investissements en fonds propres.

1.5.3 *Modification des organes de gouvernance*

Suite à la démission d'administrateurs consécutive au transfert du Bloc de Contrôle, le conseil d'administration de CeGeREAL a coopté de nouveaux membres représentant Northwood Investors³⁸. Ces cooptations seront ratifiées lors de l'assemblée générale qui se tiendra postérieurement à la clôture de l'Offre, et modifiera par ailleurs la composition du conseil d'administration.

1.6 **Accords connexes à considérer dans le cadre de l'Offre**

1.6.1 *Advisory Services Agreement*

L'*Advisory Services Agreement* à conclure entre Prothin et le Conseil modifie les termes du contrat d'*Asset Management* historique conclu en 2006 entre la Société et CRI, puis renouvelé en 2011 dans les mêmes conditions³⁹ et transféré à Prothin avec le patrimoine immobilier (§ 1.1.2).

³⁸ A la Date de Réalisation, le conseil d'administration de la Société est composé de M. Richard Wrigley, Président et administrateur indépendant ; la société Europroperty, administrateur indépendant, représentée par M. Alec Emmott ; M. Jean-Pierre Bonnefond, administrateur indépendant ; la société GMF VIE, administrateur, représentée par M. Olivier Le Borgne ; M. John Kukral, nouvel administrateur ; M. Khaled Kudsi, nouvel administrateur ; M. Jérôme Anselme, nouvel administrateur ; Mme Sophie Kramer, nouvel administrateur ; Mlle Erin Cannata, nouvel administrateur.

³⁹ Ces conditions ont été provisoirement maintenues dans le contrat d'*Asset Management* conclu le 5 novembre 2015 entre Prothin et le Conseil.

(i) Ancien contrat d'*Asset Management*

En contrepartie de ses prestations d'*Asset Management*, CRI percevait une rémunération forfaitaire annuelle égale à 0,35% de la valeur brute des immeubles déterminée à dire d'expert, majorée :

- d'un honoraire fixé à 1% du prix d'acquisition ou de vente des actifs en rémunération de son assistance dans toute opération d'acquisition ou de vente,
- d'un honoraire égal à 1% du prix d'acquisition final de chaque projet de développement payable au fur et à mesure de l'accomplissement des travaux sur une base semestrielle, et d'une rémunération complémentaire au titre de la supervision de l'opération de développement et des services de support technique spécifiques à cette opération à négocier au cas par cas entre les parties.

A titre indicatif, le montant annuel des honoraires d'*Asset Management* perçus par CRI au cours des derniers exercices clos était de l'ordre de 3 M€⁴⁰.

(ii) *Advisory Services Agreement*

Aux termes et conditions de l'*Advisory Services Agreement*, le Conseil percevra :

- une rémunération annuelle fixe⁴¹ égale à 0,75% de l'ANR Triple Net EPRA (EPRA NNNNAV) de la Société ;
- une rémunération variable égale à 10% de l'accroissement de valeur du Groupe, mesuré à intervalle triennal sur la base de l'ANR Triple Net EPRA⁴², dès lors que cet accroissement de valeur serait supérieur à 6% l'an⁴³.

Par ailleurs, il est prévu qu'une partie de la rémunération du Conseil soit payée en actions CeGeREAL SA. C'est ainsi que le Conseil sera tenu d'allouer les montants⁴⁴ reçus de Prothin au titre de la rémunération variable à l'acquisition d'actions CeGeREAL SA *via* l'exercice de BSA (§ 1.4), pour autant qu'une telle émission de BSA soit approuvée par les actionnaires de la Société réunis en assemblée générale extraordinaire postérieurement à la clôture de l'Offre ; ces actions seront soumises à une période d'inaliénabilité de :

⁴⁰ Source : Rapports annuels CeGeREAL (2012 à 2014).

⁴¹ Commission de conseil de base.

⁴² Croissance de l'ANR Triple Net EPRA du Groupe retraitée à la hausse des distributions de dividendes et à la baisse des augmentations de capital intervenues sur la période de référence.

⁴³ Les termes et conditions du contrat prévoient un mécanisme de rattrapage se fondant sur le partage entre le Conseil et les actionnaires de la Société de l'accroissement de valeur excédant ce seuil de 6% jusqu'à ce que la rémunération du Conseil représente 10% de l'accroissement de valeur susmentionné.

⁴⁴ Montants nets de TVA et d'impôts.

- 12 mois pour la totalité des actions ;
- 24 mois pour 66,66% des actions ;
- 36 mois pour 33,33% des actions.

Contrairement à l'ancien contrat d'*Asset Management* qui liait CRI et Prothin, aucune rémunération ne sera due en cas de cession ou d'acquisition d'actifs immobiliers, la vocation du nouveau contrat s'inscrivant dans la volonté de Prothin d'aligner les intérêts du Groupe et ceux du Conseil au travers de l'évolution du critère d'ANR Triple Net EPRA qui prévaut dans l'appréciation de la valorisation d'une société foncière.

1.6.2 *Contrat type de reclassement des actions à l'issue de l'Offre*

Dans l'hypothèse où Northwood Investors viendrait à détenir plus de 60% du capital et/ou des droits de vote de la Société, et afin de permettre à CeGeREAL de conserver le statut SIIC, Northwood Investors, tout en gardant le contrôle de la Société, a l'intention de procéder, aux termes d'un contrat type⁴⁵ dont nous avons pris connaissance, au reclassement, au Prix d'Offre ou, dans l'hypothèse où des contrats de reclassement seraient signés postérieurement à la clôture de l'Offre, à un prix qui pourrait être négocié à des conditions de marché, *a minima* de la fraction de sa participation excédant ce seuil auprès de tiers, y compris auprès de certains de ses *limited partners* avec lesquels il n'agira pas de concert, et ce avant le 30 avril 2017.

Il nous a été confirmé qu'aucun accord de reclassement n'est signé à ce jour.

⁴⁵ *Share Purchase Agreement* à conclure entre les Initiateurs et des investisseurs.

2 PRÉSENTATION DE CeGeREAL

2.1 Principales caractéristiques du marché immobilier en banlieue parisienne⁴⁶

Les trois actifs du patrimoine du Groupe étant localisés dans les secteurs de La Défense⁴⁷, du croissant Ouest⁴⁸ et en première couronne Est⁴⁹, nous présentons ci-après les principales caractéristiques du marché de l'immobilier d'entreprise dans ces zones.

2.1.1 Le marché francilien

Toutes surfaces confondues, les zones d'implantation du Groupe représentent environ 40% de la demande placée sur l'Ile-de-France au 30 septembre 2015, avec une part importante de grands volumes.

Demande placée sur les 9 premiers mois 2015 (en volume)				
Zone Immostat	< 1 000 m ²	1 000 m ² - 5 000 m ²	> 5 000 m ²	Total
La Défense	2%	7%	8%	6%
Croissant Ouest	20%	22%	33%	24%
1 ^{ère} couronne	8%	10%	11%	10%
Zone CeGeREAL	30%	39%	52%	40%
Paris	56%	43%	41%	47%
2 ^{ème} couronne	14%	18%	7%	13%
Autres	70%	61%	48%	60%
Total Ile-de-France	100%	100%	100%	100%

Au troisième trimestre 2015, la baisse des volumes placés sur le marché francilien s'établit à 6% sur un an. Cette baisse intègre néanmoins de fortes disparités selon les surfaces. Ainsi, ce sont les surfaces de plus de 5.000 m² qui en sont à l'origine, avec une diminution des volumes de 30 % sur un an, malgré un rattrapage au cours du troisième trimestre 2015⁵⁰. Les signatures sur les actifs de 1.000 m² et sur ceux compris entre 1.000 m² et 5.000 m² ont quant à elles progressé respectivement de 12 % et 10 % sur un an.

⁴⁶ Principales sources :

- BNP Paribas Real Estate : BNP Paribas Real Estate commente les indicateurs Immostat du troisième trimestre 2015. [\[En ligne\]](#)
- CBRE Marketview : France, Ile-de-France, Bureaux, 3^{ème} trimestre 2015. [\[En ligne\]](#)
- Savills : Market in Minutes – Le marché de l'investissement S1 2015. [\[En ligne\]](#)

⁴⁷ Europlaza (La Défense).

⁴⁸ Arcs de Seine (Boulogne-Billancourt).

⁴⁹ Rives de Bercy (Charenton-le-Pont).

⁵⁰ Avec quinze signatures, dont trois supérieures à 20.000 m².

Géographiquement, c'est Paris qui tire la croissance (+ 12% sur un an) par rapport aux marchés périphériques⁵¹.

La tendance baissière des taux de rendement immobilier des actifs dits « *prime* » se poursuit en Ile-de-France.

2.1.2 La Défense

La situation du marché de La Défense se caractérise par un ralentissement du niveau d'activité en 2015, avec 88.500 m² placés sur les neuf premiers mois de l'année, et par un stock immédiat important en dépit de la réalisation de plusieurs transactions de référence au cours des trois premiers trimestres 2015⁵² ; il s'ensuit un taux de vacance de 11,8% (§ 1.1.2).

Le taux de rendement des actifs *prime* sur ce secteur s'établit à 5,5 %.

2.1.3 Croissant Ouest

Dans le Croissant Ouest a été observée une baisse de 12 % sur un an, avec néanmoins une croissance de 55% de la Boucle Sud de ce secteur⁵³, notamment du fait d'une activité importante sur le marché des surfaces supérieure à 5.000 m² ⁵⁴. Sur les surfaces inférieures à 5.000 m², l'activité a quant à elle diminué de 9 % sur un an.

Le taux de vacance du Croissant Ouest est en baisse et s'établit à 11,7% (§ 1.1.2), et le taux de rendement des actifs *prime* sur la Boucle Sud de ce secteur s'établit à 5 %.

2.1.4 Première couronne Est

En premières couronnes, les volumes proviennent essentiellement du marché des surfaces inférieures à 5.000 m² ⁵⁵, en croissance de 12 % sur un an.

Le taux de vacance s'y établit à 8,5% (§ 1.1.2) et le taux de rendement des actifs *prime* sur la partie Est de ce secteur atteint 5,5 %.

⁵¹ Dans un contexte de forte concurrence, les bailleurs doivent consentir de nombreux efforts (franchise de loyers, prise en charge de travaux, contrats de courte durée).

⁵² Quatre transactions supérieures à 5.000 m² ont été signées.

⁵³ La Boucle Sud intègre Boulogne-Billancourt où est situé l'immeuble Arcs de Seine.

⁵⁴ Ce type de surfaces correspond à six des onze transactions du Croissant Ouest.

⁵⁵ 4 transactions signées sur les surfaces supérieures à 5.000 m².

2.2 Principales caractéristiques de la Société

2.2.1 Historique⁵⁶

La Société, créée en 2006, a opté, à l'issue de son introduction en bourse (mars 2006), pour le statut SIIC (juin 2006).

Filiale de Hausinvest *via* CRI, fonds ouvert de la Commerzbank, jusqu'au transfert du Bloc de Contrôle au profit des Acquéreurs, le Groupe bénéficie d'un patrimoine de prestige, homogène et bien localisé, qui affiche une vacance désormais limitée à un seul actif (Europlaza). Pour autant son développement a été contrarié par une décote sur ANR difficilement compatible avec une levée massive de fonds.

La Société a refinancé sa dette en juin 2012 à hauteur de 400 M€.

Les immeubles Europlaza et Arcs de Seine ont reçu la certification Haute Qualité Environnementale (HQE) en novembre 2013 ; en janvier 2014, le quart des actifs du Groupe présentait la double certification HQE et BRE *Environmental Assessment Method* (BREEAM) ; Europlaza a été transformée en « Tour Jardin » en mai 2014.

Grâce à ses efforts environnementaux, en matière notamment de choix de matériaux et de gestion de ses immeubles, CeGeREAL a été reconnue en décembre 2014 comme première foncière « verte ».

2.2.2 Composition des actifs immobiliers

CeGeREAL est historiquement propriétaire de 3 immeubles de bureaux en première périphérie, à la Défense (Europlaza), Boulogne-Billancourt (Arcs de Seine) et Charenton-le-Pont (Rives de Bercy) dont les caractéristiques sont succinctement rappelées ci-après (§ 1.1.2) :

Présentation des actifs						30-juin-15
#	Société	Emplacement	Date de rénovation	Surface totale (m ²) *	Taux de vacance	Valeur hors droits (M€)
1	Europlaza	La Défense	1 999	52 478	20%	354
2	Arcs de Seine	Boulogne-Billancourt	2 000	47 222	1%	353
3	Rives de Bercy	Charenton-le-Pont	2 003	31 942	-	195
Total				131 642		902

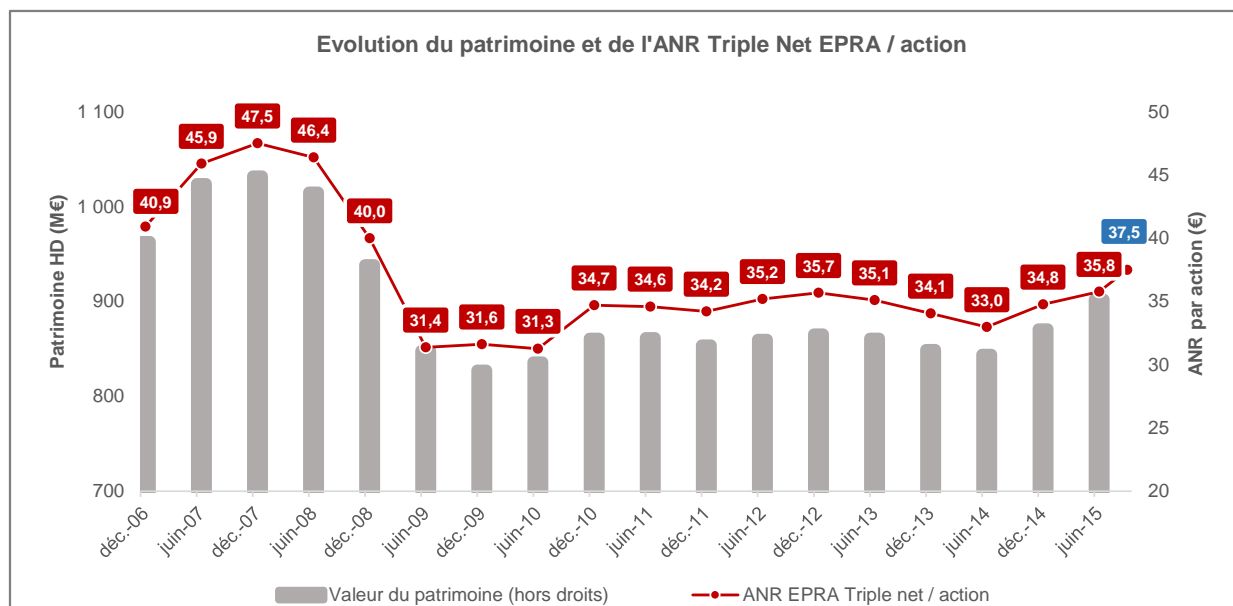
* Source: rapport annuel CeGeREAL 2014, p.34.

⁵⁶ Source : rapport annuel 2013, p. 20.

2.3 Performances historiques

2.3.1 ANR Triple Net EPRA

Depuis la création de la Société, l'ANR Triple Net EPRA a évolué comme suit, sous l'effet notamment de la fluctuation de la valeur du patrimoine à dire d'expert immobilier :



L'ANR Triple Net EPRA est publié trimestriellement :

- le dernier en date s'établit à **37,5 €⁵⁷** au 30 septembre 2015, et fait ressortir une décote induite par le Prix d'Offre de 35,65 € de **(4,9%)** ;
- l'ANR Triple Net EPRA de **35,8 €** au 30 juin 2015 fait ressortir une décote induite par le Prix d'Offre de 35,65 € de **(0,3%)**.

⁵⁷ Source : Information financière du troisième trimestre 2015, 22 octobre 2015. [\[En ligne\]](#)

Au titre des trois derniers exercices clos (2012 à 2014) et au 30 juin 2015, l'ANR EPRA⁵⁸ et l'ANR Triple Net EPRA s'analysent comme suit :

ANR						
M€	déc.-12	juin-13	déc.-13	juin-14	déc.-14	juin-15
Capitaux propres IFRS	493,4	489,6	486,6	483,1	509,1	519,3
Étalement des franchises de loyer	(14,2)	(24,6)	(29,3)	(35,4)	(36,5)	(35,2)
ANR EPRA	479,2	465,0	457,3	447,7	472,6	484,0
Valeur de marché de l'emprunt	(402,9)	(396,6)	(398,6)	(403,9)	(410,3)	(408,9)
Valeur comptable de l'emprunt	400,0	400,0	395,8	396,4	401,9	402,4
ANR Triple Net EPRA	476,3	468,4	454,5	440,2	464,2	477,6
Actions hors actions propres (en milliers)	13 346,9	13 344,7	13 345,3	13 349,9	13 350,5	13 351,8
ANR EPRA / action	35,9 €	34,8 €	34,3 €	33,5 €	35,4 €	36,3 €
ANR Triple Net EPRA / action	35,7 €	35,1 €	34,1 €	33,0 €	34,8 €	35,8 €

L'ANR EPRA de **36,3 €** au 30 juin 2015 fait ressortir une décote induite par le Prix d'Offre de 35,65 € de **(1,7%)**.

⁵⁸ L'ANR EPRA n'intègre pas la juste valeur de la dette.

2.3.2 Résultats

En l'absence de transaction sur ses actifs, la performance opérationnelle du Groupe s'apprécie au regard des loyers nets des charges liées aux immeubles⁵⁹, des frais de fonctionnement, de la variation de valeur de ses immeubles, et de la rémunération de la dette financière⁶⁰ :

Compte de résultat							
M€	juin-12	déc.-12	juin-13	déc.-13	juin-14	déc.-14	juin-15
	6 mois	6 mois	6 mois	6 mois	6 mois	6 mois	6 mois
Revenus locatifs Europlaza	11,3	11,4	11,4	10,4	10,9	9,9	9,1
Revenus locatifs Arcs de Seine	1,4	3,3	5,5	6,3	6,9	7,1	7,9
Revenus locatifs Rives de Bercy	5,6	5,6	4,9	4,9	4,9	5,1	4,9
Revenus locatifs bruts	18,3	20,4	21,7	21,6	22,6	22,1	21,9
Autres prestations	4,1	4,7	5,3	5,1	6,6	6,6	8,2
Charges liées aux immeubles	(7,7)	(8,7)	(8,9)	(8,0)	(7,9)	(8,4)	(11,4)
Revenus locatifs nets	14,7	16,3	18,1	18,7	21,3	20,3	18,7
Variation		11,2%	11,1%	3,0%	13,7%	(4,4%)	(8,1%)
Frais de fonctionnement	(1,5)	(1,4)	(1,5)	(1,3)	(1,6)	(1,5)	(2,0)
Variation - JV immeubles de placement	4,6	4,8	(4,3)	(12,8)	(5,9)	24,6	23,7
Résultat opérationnel	17,8	19,7	12,4	4,6	13,8	43,5	40,4
Variation		10,6%	(37,3%)	(63,1%)	201,0%	216,2%	(7,2%)
Résultat financier	(8,3)	(12,4)	(7,4)	(7,6)	(7,3)	(7,2)	(7,6)
Impôt société	-	-	-	-	(0,0)	(0,3)	(0,7)
Résultat net	9,5	7,4	5,0	(3,0)	6,4	36,0	32,1
Variation		(22,6%)	(32,6%)	(160,8%)	(313,1%)	461,1%	(10,7%)

⁵⁹ Incluant la rémunération des prestations d'Asset Management (§ 1.6.1)

⁶⁰ L'emprunt est constitué de deux tranches, à maturité 2017, l'une de 400 M€, l'autre de 5 M€, les taux d'intérêt étant fonction du taux d'occupation physique des immeubles (hors baux dérogatoires) : sur la première tranche : 3,40% si le taux d'occupation globalement est inférieur à 90% et 3,15% au-delà ; sur la seconde tranche : 2,76% si le taux d'occupation globalement est inférieur à 90% et 2,519% au-delà. En outre, les taux d'intérêt induisent une valeur de marché de la première tranche d'emprunt de 400 M€ supérieure à la valeur comptable.

3 ÉVALUATION DES ACTIONS CEGEREAL SA

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritères du Groupe et du titre CeGeREAL SA.

Après avoir exposé les données structurant l'évaluation (§ 3.1), l'analyse des références boursières sur le titre *i.e.* le cours *stricto sensu* et le consensus d'analystes (§ 3.2) ainsi que les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.3), nous présentons les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes, afin d'apprécier le caractère équitable du Prix d'Offre de **35,65 €** par action CeGeREAL SA (§ 3.4).

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Référentiel comptable

Les comptes annuels consolidés⁶¹ de CeGeREAL SA sont établis en conformité avec le référentiel IFRS.

La Société a opté pour le modèle du coût historique à l'exception des immeubles de placement, des instruments financiers et des actifs détenus en vue de la vente évalués à la juste valeur⁶² ; la Société confie à un prestataire externe l'évaluation de la dette en valeur de marché pour le calcul de l'ANR Triple Net EPRA.

3.1.2 Régime SIIC

La Société a opté en 2006 pour le régime fiscal⁶³ des Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (« SIIC »)⁶⁴ et, à ce titre, bénéficie notamment d'une exonération d'impôt sur les sociétés, sur les bénéfices provenant de la location de ses immeubles et, le cas échéant⁶⁵, sur les plus-values résultant des cessions d'immeubles.

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

- à la détention du capital : le capital ou les droits de vote ne doivent pas être détenus, directement ou indirectement à hauteur de **60 %** ou plus, par un ou plusieurs actionnaires agissant de concert⁶⁶ ;

⁶¹ La Société détient à 100% Prothin (§ 1.1.2).

⁶² Conformément aux normes IAS 40, IAS 32, IAS 39 et IFRS 5.

⁶³ Article 208 C, II du Code Général des Impôts régissant le régime SIIC. [[En ligne](#)]

⁶⁴ Prothin, détenue à 100% par la Société, bénéficie également de ce régime.

⁶⁵ En l'occurrence aucune cession d'immeuble n'est intervenue depuis la création de la Société.

⁶⁶ Au sens de l'article L.233-10 du Code de commerce.

- à la distribution des dividendes reçus des filiales ayant opté pour le régime spécial et provenant de bénéfices exonérés ou plus-values à condition qu'ils soient redistribués en totalité au cours de l'exercice suivant celui de leur perception ;
- à la distribution des bénéfices et plus-values exonérés : 95 % des bénéfices issus des activités locatives sont obligatoirement distribués avant la fin de l'exercice qui suit celui de leur réalisation ; de même, 60 % des plus-values de cession d'immeubles sont obligatoirement distribués avant la fin du deuxième exercice qui suit celui de leur réalisation.

3.1.3 *Date d'évaluation*

Dans nos travaux d'évaluation, et au regard des différentes méthodes retenues, nous nous sommes référés à l'Actif Net Réévalué (« ANR »), plus précisément à l'ANR Triple Net EPRA au 30 septembre 2015 et au 30 juin 2015.

3.1.4 *Nombre d'actions*

La Société n'ayant émis aucun instrument financier dilutif potentiel donnant accès au capital, le nombre total d'actions sous-tendant nos travaux de valorisation est le suivant :

- au 30 septembre 2015, hormis les 13.538 actions auto-détenues à cette date : 13.358.962 actions⁶⁷ ;
- au 30 juin 2015, hormis les 20.660 actions auto-détenues à cette date : 13.351.840 actions⁶⁸.

3.1.5 *Expertises immobilières*

Dans le cadre de l'établissement de ses comptes consolidés annuels et semestriels et de son information trimestrielle relative à l'ANR Triple Net EPRA, la Société mandate Cushman & Wakefield⁶⁹ pour la réalisation des expertises immobilières sous-tendant la juste valeur de ses immeubles. L'Expert immobilier a recours aux méthodes suivantes :

⁶⁷ 13.358.962 = nombre d'actions en circulation : 13.372.500 – nombre d'actions auto-détenues au 30 septembre 2015 : 13.538 (source : Société).

⁶⁸ 13.351.840 = nombre d'actions en circulation : 13.372.500 – nombre d'actions auto-détenues au 30 juin 2015 : 20.660 (source : Rapport financier semestriel 2015 CeGeREAL, p. 4).

⁶⁹ Aux termes d'un mandat signé le 27 mars 2013 entre Prothin et la société DTZ Valuation France, dorénavant exploitée sous la marque Cushman & Wakefield.

- « *Capitalisation* » : cette méthode, mise en œuvre à titre principal pour l'ensemble des immeubles de la Société, repose sur la capitalisation de loyers considérés par l'expert comme étant ceux qui ressortiront de la négociation entre le bailleur et le locataire à la prochaine échéance⁷⁰ *via* un taux de rendement moyen résultant de l'observation des taux pratiqués lors de transactions de marché sur des actifs comparables et tenant compte de la qualité du locataire ainsi que de la durée restante du bail ;
- « *Discounted Cash Flow* » (DCF) : cette méthode, mise en œuvre à titre de recoupement⁷¹ pour l'ensemble des immeubles, se fonde sur l'actualisation de flux de trésorerie futurs estimés.

Dans le cadre de ses diligences, l'Expert immobilier a privilégié la méthode de la capitalisation du fait des spécificités du portefeuille immobilier du Groupe⁷². En l'occurrence, l'approche par DCF fait ressortir au 30 septembre 2015 et au 30 juin 2015 des valeurs n'appelant pas d'observation de notre part au regard de l'équité du Prix d'Offre.

Nous précisons à ce stade que nous nous sommes attachés à recouper le *Business Plan* consolidé de la Société et les informations exploitées par l'Expert immobilier pour modéliser la valorisation du parc immobilier en DCF.

⁷⁰ A l'échéance du bail ou à la prochaine échéance triennale, l'expert capitalise soit (i) le loyer actuellement payé par le locataire, (ii) le loyer de marché, (iii) le loyer de renouvellement s'inscrivant entre le loyer payé par le locataire et le loyer de marché qui, à dire d'expert, pourrait ressortir des prochaines négociations. L'expert prend également en compte le différentiel existant entre les loyers de marché ou de renouvellement et les loyers effectifs.

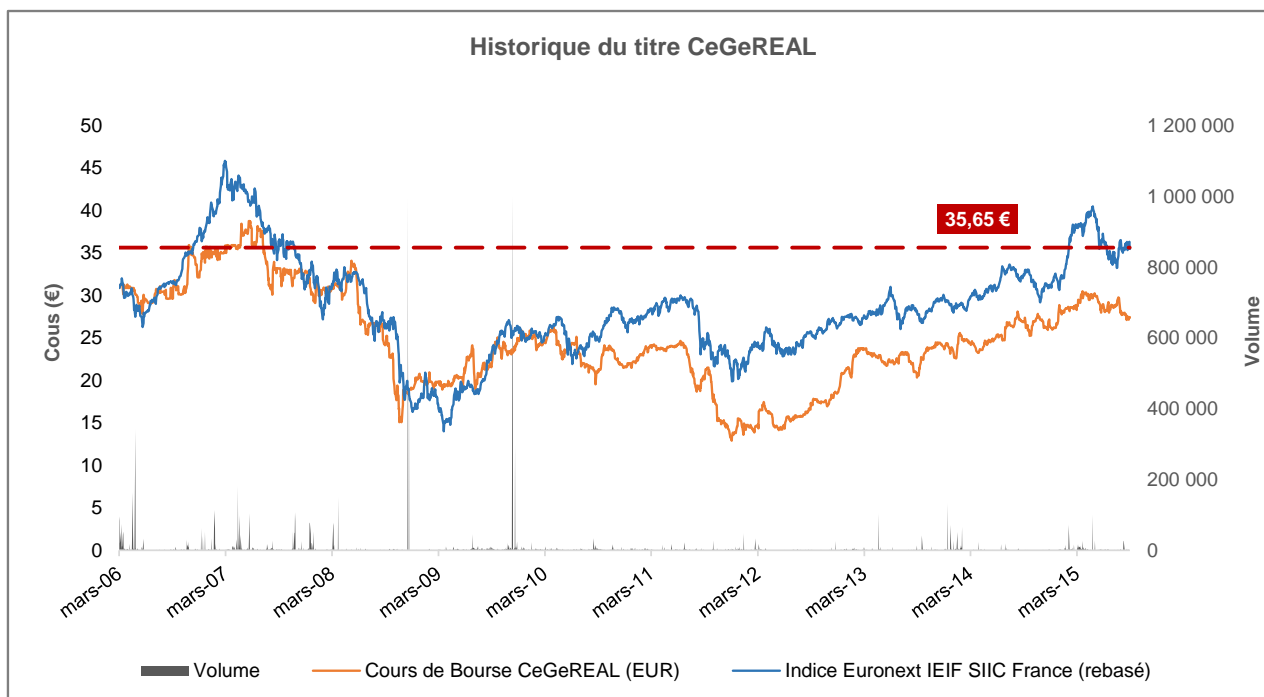
⁷¹ La méthode DCF, anticipant un taux de rendement normatif en valeur terminale (ou « valeur de sortie »), est également employée à titre de recoupement avec la méthode *Capitalisation*.

⁷² A savoir, un portefeuille mature permettant d'appliquer, à travers la méthode de la *Capitalisation*, des données de marché comparables, directement observables.

3.2 Références boursières

3.2.1 Analyse du cours de bourse

Nous présentons sur le graphique ci-après l'évolution du cours de bourse de la Société entre le 28 mars 2006, date de son introduction en bourse, et le 25 septembre 2015, Date de l'Annonce⁷³ :



Compte tenu de la structure actionnariale de CeGeREAL SA, dont le capital était détenu à hauteur de 59,78 % par le Cédant⁷⁴, le flottant⁷⁵ se caractérise historiquement par une faible liquidité⁷⁶.

Rotation du flottant	
25-sept.-15	
Nombre de titres échangés (12 mois)	654 284
Flottant à la date la plus récente	1 877 818
Rotation du flottant (%)	35%
Rotation du flottant (années)	2,9

Depuis l'introduction en bourse de la Société, le cours de l'action n'a dépassé le Prix d'Offre que sur 90 séances environ entre le 22 novembre 2006 et le 3 août 2007.

⁷³ Source : Euronext. [[En ligne](#)]

⁷⁴ Bloc de Contrôle acquis par Northwood Investors.

⁷⁵ En dehors des blocs d'actions détenus par Covéa, Debioholding et Moneta Asset Management (§ 1.1.2).

Nous complétons ci-après l'analyse rétrospective du cours de bourse à compter de la Date de l'Annonce, au 25 septembre 2015, par les cours moyens pondérés par les volumes (CMPV) sur une période de 12 mois :

Analyse du cours de bourse		
25-sept.-15	CMPV	Prime / (décote)
Spot	27,43 €	30,0%
Moyenne pondérée 20 séances	27,81 €	28,2%
Moyenne pondérée 1 mois	27,81 €	28,2%
Moyenne pondérée 3 mois	28,11 €	26,8%
Moyenne pondérée 6 mois	29,40 €	21,2%
Moyenne pondérée 12 mois	28,95 €	23,1%
+ haut 12 mois	30,50 €	16,9%
+ bas 12 mois	25,25 €	41,2%

Source : Euronext

A la clôture des marchés, le 25 septembre 2015, par référence à la dernière cotation du titre précédant l'annonce de la Cession de Bloc, le cours s'établissait à 27,43 €.

Au vu du CMPV sur les 12 mois précédant cette annonce, le Prix d'Offre de **35,65 €** extériorise une prime de **16,9%** sur le cours de clôture le plus élevé durant cette période⁷⁷.

En définitive, la faible liquidité du titre, au demeurant sinon peu, du moins irrégulièrement suivi par un nombre limité d'analystes (§ 3.2.2), ne permet pas d'apprécier de façon totalement pertinente le Prix d'Offre par référence au cours de bourse ; nous notons cependant que le Prix d'Offre extériorise une prime significative sur le cours, quelle que soit la période de référence historique, et ce quasiment depuis la création de la Société.

3.2.2 Consensus d'analystes

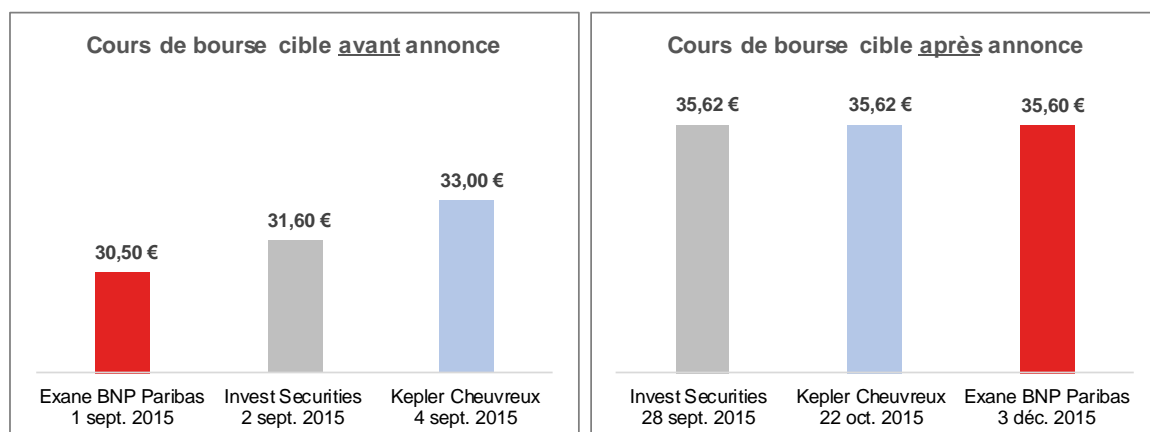
Le flottant représente une part marginale des actions en circulation (§ 1.1.2), ce qui explique le suivi du titre par un nombre restreint de brokers (Exane BNP Paribas, Kepler Cheuvreux, Invest Securities, EVA Dimensions⁷⁸ et Mirabaud Securities) ainsi que la fréquence réduite des analyses menées par ces derniers.

⁷⁶ Le taux de rotation a été apprécié sur la base des volumes échangés sur les 12 derniers mois précédant le 25 septembre 2015.

⁷⁷ Cours de la clôture du 16 avril 2015.

⁷⁸ Ce broker ne se prononce apparemment pas sur un objectif de cours.

A titre d'information, les objectifs de cours les plus récents que nous avons relevés⁷⁹, avant et après la Date de l'Annonce, sont les suivants :



Dans son analyse en date du 22 octobre 2015, postérieure à la Date de l'Annonce, Kepler Cheuvreux présente une analyse prospective identique à celle évoquée dans sa dernière note du 4 septembre 2015 en termes de valorisation et d'évolution des agrégats du Groupe, mais ajuste cependant son objectif de cours de 33 € au Prix provisoire de 35,62 €, en prenant acte du niveau de ce prix considéré comme attractif⁸⁰.

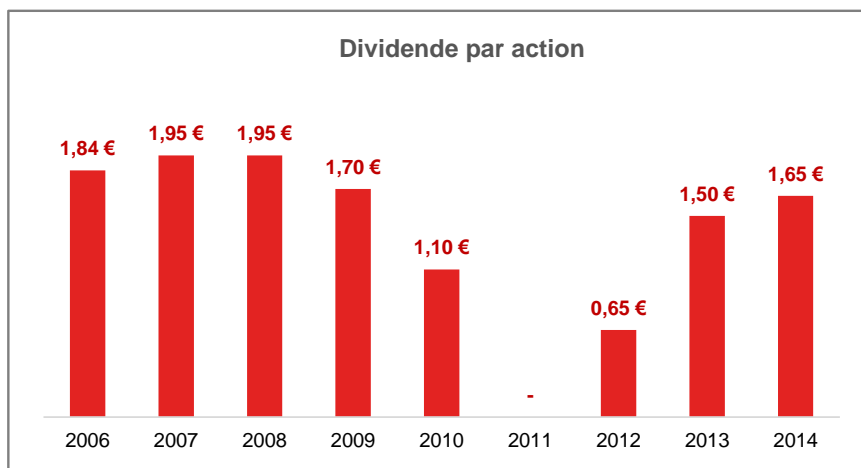
⁷⁹ Source : *Bloomberg*.

⁸⁰ La note intercalaire de Kepler Cheuvreux du 28 septembre 2015 souligne la prime significative offerte aux actionnaires par référence au Prix provisoire de 35,62 € et la problématique du dépassement de seuil de 60% du capital et des droits de vote de nature à remettre en cause le statut SIIC de la Société ; Northwood Investors a l'intention de traiter cette question par la recherche d'investisseurs susceptibles d'acquérir des actions de la Société (§ 1.6.2).

3.3 Méthodes d'évaluation écartées

3.3.1 Actualisation des dividendes (DDM)

A l'examen des sommes distribuées historiquement en dividendes, le rendement de la Société s'avère difficilement prévisible :



En l'absence d'engagement chiffré de distribution de dividendes à long terme et compte tenu de la difficulté d'anticiper les dividendes futurs nonobstant l'obligation de distribution liée au régime SIIC, nous n'avons pas mis en œuvre la méthode DDM.

3.3.2 Actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF)

L'Expert immobilier retient les résultats d'une approche fondée sur la capitalisation des revenus pour estimer la valeur du portefeuille immobilier dans l'ANR Triple Net EPRA (« *Capitalisation* ») ; les résultats de cette approche sont recoupés au moyen de la méthode *Discounted Cash-Flow* (DCF). L'Expert immobilier a jugé qu'au regard de la maturité du portefeuille immobilier propriété de Prothin⁸¹, la méthode « *Capitalisation* » était celle reflétant au mieux une valeur de marché (§ 3.1.5).

Pour autant, nous avons étudié les modalités de mise en œuvre de la méthode DCF par l'Expert immobilier. Nous nous sommes assurés à ce titre :

- de l'absence de dé-corrélation de la valeur patrimoniale obtenue par cette méthode avec celle résultant de la capitalisation des loyers ;
- de l'absence d'incohérence entre le *Business Plan* consolidé de CeGeREAL SA et les informations exploitées par l'Expert immobilier pour modéliser en DCF la valorisation du parc immobilier du Groupe.

⁸¹ En intégrant la vacance de l'ordre de 20% observée sur l'immeuble Europlaza, le taux d'occupation de l'ensemble du portefeuille immobilier du Groupe dépasse 90% au 30 septembre 2015.

En l'occurrence, la simulation de l'ANR Triple Net EPRA au 30 septembre 2015 et au 30 juin 2015, en substituant aux valeurs résultant de la méthode de capitalisation celles déterminées par l'Expert immobilier en DCF, conduirait à minorer cet agrégat et donc la décote sur le critère de l'ANR Triple Net EPRA par rapport au Prix d'Offre (§ 3.4.3).

3.3.3 Actif Net Comptable (ANC)

La Société établit ses comptes conformément au référentiel IFRS, en vertu duquel les immeubles de placement sont comptabilisés à leur juste valeur⁸² :

Bilan						
M€	déc.-12	juin-13	déc.-13	juin-14	déc.-14	juin-15
Immobilisations corporelles	-	-	-	-	-	0,1
Patrimoine immobilier	865,4	861,0	849,0	844,0	871,0	902,0
BFR	6,2	9,5	22,7	14,3	22,4	1,4
Actif économique	871,6	870,5	871,7	858,3	893,4	903,5
Disponibilités	20,9	19,6	16,0	27,0	23,5	24,1
Emprunts (part non courante)	(394,7)	(395,2)	(395,8)	(396,4)	(401,9)	(402,4)
Autres dettes financières (part non courante)	(2,7)	(3,5)	(3,5)	(4,2)	(4,2)	(4,1)
Emprunts (part courante)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,6)	(1,7)	(1,8)
Dettes nettes	(378,2)	(380,9)	(385,0)	(375,2)	(384,3)	(384,2)
ANC - part du Groupe	493,4	489,6	486,6	483,1	509,1	519,3
Actions hors actions propres (en milliers)	13 346,9	13 344,7	13 345,3	13 349,9	13 350,5	13 351,8
€ / action	37,0 €	36,7 €	36,5 €	36,2 €	38,1 €	38,9 €

La valorisation par l'ANC n'a donc pas été retenue, car elle serait à la fois redondante avec l'approche fondée sur l'ANR, et en tout état de cause moins précise que l'ANR Triple Net EPRA qui intègre la valeur de marché de la dette.

En outre, les comparables boursiers ayant opté pour des méthodes d'évaluation de leur patrimoine différant d'une société à l'autre, la méthode de *Price to Book* n'est pas applicable (§ 3.4.1) :

Comptabilisation des immeubles de placement par les comparables		
Société	Référentiel	Approche retenue
Société Foncière Lyonnaise	IFRS	Juste valeur
Eurosic	IFRS	Juste valeur
Foncière de Paris	IFRS	Coût historique
Terreis	IFRS	Coût historique
Société de la Tour Eiffel	IFRS	Juste valeur
Immobilière Dassault	IFRS	Juste valeur

⁸² La société applique l'option qui lui est offerte par la norme IAS 40 de comptabilisation des immeubles de placement à leur juste valeur.

3.4 Méthodes retenues

Pour apprécier le Prix d'Offre, nous avons mobilisé :

- les multiples boursiers de sociétés comparables (§ 3.4.1) ;
- l'étude des primes et décotes d'ANR sur les offres publiques antérieures récentes (2013 à 2015) réputées comparables (§ 3.4.2).

La synthèse de notre évaluation figure en fin de chapitre (§ 3.4.3) ; outre le résultat des méthodes retenues, elle rappelle :

- les constats sur les références boursières (§ 3.2) ;
- la décote apparente du Prix d'Offre sur l'ANR Triple Net EPRA au 30 juin 2015 et au 30 septembre 2015⁸³ (§ 2.3.1) ;
- la décote apparente du Prix d'Offre sur l'ANR EPRA au 30 juin 2015 (§ 2.3.1).

3.4.1 Multiples boursiers de sociétés comparables

L'approche par comparaison boursière a consisté à appliquer aux agrégats financiers du Groupe les multiples boursiers observés sur des foncières cotées considérées comme comparables en termes principalement d'activité (immobilier de bureaux⁸⁴), de localisation géographique (proche banlieue de Paris), de taille, de rendement et de taux d'occupation.

⁸³ Sur la base des informations dont nous disposons, au vu de l'historique des résultats dégagés historiquement par le Groupe, et en l'absence d'événements significatifs depuis le 30 septembre 2015 portés à notre connaissance, notamment sur la valeur du patrimoine immobilier, nous estimons que le résultat du 1^{er} octobre 2015 jusqu'à la Date de Réalisation n'est pas de nature à remettre en cause le niveau d'ANR Triple Net EPRA publié au 30 septembre 2015.

⁸⁴ A plus de 50% de leur activité.

À l'aune de ces critères de sélection, nous avons identifié à titre de comparables six sociétés toutes dotées du statut de SIIC et présentant les caractéristiques suivantes au 30 juin 2015 :

Au 30 juin 2015							
Société	CeGeREAL	Société Foncière Lyonnaise	Eurosic	Foncière de Paris	Terreis	Société de la Tour Eiffel	Immobilière Dassault
Patrimoine HD (M€)	902	4 833	2 464	2 393	1 634	819	421
Nombre d'actifs	3	20	58	96	109	30	7
Valeur moyenne HD / actif	301	242	42	25	15	27	60
Surface locative (m²)	125 835	401 200	689 244	407 895	213 620**	384 738	23 582
Taux d'occupation	91,7%	86%*	92,7%	96,9%	93,1%	87,0%	100%
Revenus locatifs (M€)							
Revenus locatifs bruts	22	81	68	58	35	26	8
Revenus locatifs nets	19	72	60	45	34	22	7
Activité	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Bureaux	100%	79%	64%	80%	94%	88%	100%
Commerces	-	20%	-	2%	-	-	-
Résidentiel	-	1%	-	-	6%	-	-
Autres	-	-	36%	18%	-	12%	-
Répartition géographique	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Paris	-	94%	35%	89%	79%	9%	91%
Banlieue / Ile de France	100%	6%	30%	11%	17%	70%	9%
Province	-	-	35%	-	4%	21%	-
Autres	-	-	-	-	-	-	-
Taux de rendement moyen	5,82%***	4,40%	6,50%	nc	4,86%	6,10%	nc
Bureaux	5,6% - 6,1%	4,5%	3,7% - 9,5%	3,70% - 8,00%	nc	5,9%	3,25% - 5,10%
Commerces	-	3,9%	-	4,00% - 7,25%	-	-	-
Résidentiel	-	-	-	-	nc	-	-
Autres	-	-	3% - 10,25%	6,25% - 11,00%	-	7,6%	-

* Le taux d'occupation est de 96,6 % en intégrant la prise d'effet (qui interviendra au 1er septembre 2015) du bail signé avec l'OCDE.

** Au 31 décembre 2014.

*** $(354 \text{ M€} * 6,1\% + 353 \text{ M€} * 5,6\% + 195 \text{ M€} * 5,7\%) / 902 \text{ M€}$

Ces comparables disposent d'actifs constitués majoritairement de bureaux, dont la plupart sont situés à Paris et en Ile de France. Par ailleurs, nous constatons que le rendement moyen généré par le Groupe sur ses actifs se situe dans la fourchette des rendements observés sur le panel.

Les multiples boursiers que nous avons retenus sont fondés sur l'ANR Triplet Net EPRA ou assimilé⁸⁵ publié au 30 juin 2015, les loyers nets estimés⁸⁶, et les *cash-flows* récurrents estimés⁸⁷ (annexe 7).

⁸⁵ Les informations publiques disponibles pour Terreis et Immobilière Dassault au 30 juin 2015 ont été respectivement un ANR de liquidation EPRA et un ANR hors droits.

⁸⁶ Estimation des loyers nets annuels par le doublement de la contribution du premier semestre 2015, en tablant sur le maintien de l'état locatif actuel.

⁸⁷ Estimation des *cash-flows* récurrents annuels par le doublement de la contribution du premier semestre 2015, certains comparables tels qu'Eurosic (prise de contrôle de SIIC de Paris au cours du second semestre 2014) et Foncière de Paris (fusion en 2015 avec Foncière des 6^{ème} et 7^{ème} Arrondissements de Paris) ayant connu des changements de périmètre sur les douze mois précédant le 30 juin 2015. Nous

Les comparables que nous avons retenus, qui présentent des décotes d'ANR relativement homogènes par référence à la capitalisation boursière moyenne 1 mois⁸⁸, extériorisent les multiples suivants :

Comparables boursiers 25-sept.-15									
Société	Capi. boursière	Dettes nette	Valeur d'ent.	ANR publié	Cash flows récurrents	Loyers nets	Price / ANR	Price / CF réc.	VE / loyers nets
M€	Moy. 1m	30-juin-15		30-juin-15	12m	12m			
CeGeREAL	369	384	754	478	18	37	0,77 x	20,6 x	20,2 x
Société Foncière Lyonnaise	1 870	2 122	3 992	2 459	55	144	0,76 x	33,9 x	27,8 x
Eurosic	1 426	985	2 411	1 410	67	121	1,01 x	21,3 x	20,0 x
Foncière de Paris	1 185	1 458	2 643	1 366	49	91	0,87 x	24,3 x	29,2 x
Terreis	665	776	1 442	851	34	69	0,78 x	19,4 x	21,0 x
Société de la Tour Eiffel	446	292	738	532	27	43	0,84 x	16,4 x	17,2 x
Immobilière Dassault	214	132	346	281	11	15	0,76 x	19,5 x	23,5 x
Mediane							0,81 x	20,4 x	22,2 x
Moyenne							0,84 x	22,5 x	23,1 x

Sur la base des multiples médians de notre échantillon ainsi déterminés (que nous n'avons affecté d'aucune décote de taille), et de la dette nette comptable du Groupe au 30 juin 2015, la valeur de l'action de la Société estimée selon les trois ratios précités et les primes induites⁸⁹ par le Prix d'Offre de 35,65 € sont les suivantes :

Comparables boursiers									
	Multiples médians	Agrégats (M€)	VE (M€)	Dettes nette (M€)	Equity (M€)	Actions (milliers)	€/action	Prime / (Décote)	
Price / ANR Triple Net EPRA (30 juin 2015)	0,81 x	478	n.a.	n.a.	387	13 351,8	29,0 €	23,0%	
Price / cash-flows récurrents (12m)	20,4 x	18	n.a.	n.a.	366	13 359,0	27,4 €	30,2%	
Valeur d'entreprise / loyers nets (12m)	22,2 x	37	829	384	445	13 359,0	33,3 €	7,0%	

nous référons pour nos calculs aux *cash-flows* courants ou assimilés tels que publiés, à l'exception de deux comparables :

- Société Foncière Lyonnaise : résultat net récurrent EPRA ;
- Foncière de Paris : *cash-flow* courant recalculé par nos soins.

⁸⁸ Pour chacun des comparables, la capitalisation boursière moyenne 1 mois a été calculée à partir :

- du cours moyen 1 mois au 25 septembre 2015 (source : *Bloomberg*) ;
- du nombre d'actions dilué hors auto-détention utilisé par les sociétés pour calculer leur ANR Triple Net EPRA par action.

⁸⁹ Par construction, la valeur par action a été déterminée sur la base du nombre d'actions hors actions propres au :

- 30 juin 2015, pour l'application du multiple de *Price / ANR Triple Net EPRA* (30 juin 2015) ;
- 30 septembre 2015, pour l'application des multiples de *Price / cash-flows* récurrents (12m) et de Valeur d'entreprise / loyers nets (12m).

3.4.2 Étude des primes et décotes d'ANR sur les offres publiques comparables

Nous avons constaté que les dernières offres publiques impliquant des sociétés foncières faisaient ressortir des prix d'offre en moyenne alignés sur le dernier ANR publié, assimilable à un ANR Triple Net EPRA⁹⁰, par la société cible :

Transactions comparables					
Date	Cible	Activité principale	Initiateur	Opération	Prix d'offre / ANR
janv.-13	Foncière Sepric	Immobilier commercial (<i>retail park</i>)	Patrimoine et commerce	OPAS	1,0x
janv.-13	Klémurs	Immobilier commercial	Klépierre	OPAS-RO	1,0x
sept.-13	Tesfran	Immobilier de bureaux (1 actif)	Preim Defense 2	OPAS-RO	1,5x
janv.-14	Sté de la Tour Eiffel	Immobilier de bureaux	SMABTP	OPA	0,8x
juil.-14	Carrefour Property Dev.	Immobilier commercial	CRFP 13	OPR	1,0x
juil.-14	Foncière des Logements	Immobilier résidentiel	Foncière des Logements	OPRA	1,3x
sept.-14	Orosdi	Immobilier de bureaux (1 actif)	Cerep Investment France	OPR-RO	1,3x
sept.-14	SIIC de Paris	Immobilier de bureaux	Eurosic	OPAS-RO	1,0x
févr.-15	Foncière des Murs	Hôtellerie, commerces, santé	Foncière des Régions	OPA	1,0x
Médiane					1,0x
Moyenne					1,1x

La combinaison du multiple d'ANR médian et de l'ANR Triple Net EPRA du Groupe au 30 juin 2015 et au 31 décembre 2014⁹¹, met en avant les résultats suivants :

Comparables transactionnels			
	Multiple médian	Agrégat (€ / action)	Prime / (Décote)
ANR Triple Net EPRA - 30 juin 2015	1,0 x	35,8 €	(0,3%)
ANR Triple Net EPRA - 31 décembre 2014	1,0 x	34,8 €	2,5%

La décote constatée par application de l'agrégat au 30 juin 2015 est sensiblement inférieure à la décote de l'ANR Triple Net EPRA de CeGeREAL SA observée historiquement par rapport à son cours de bourse.

Nous remarquons dans le panel que des opérations suivies d'un retrait obligatoire, dont le prix d'offre revêt par nature un caractère indemnitaire, ont apparemment été conclues en médiane à 1,0 x l'ANR pour les cibles⁹² non monoactif.

La décote relativement faible du Prix d'Offre sur la valeur ressortant de l'approche de valorisation par les comparables transactionnels appliquée à l'agrégat au 30 juin 2015 nous paraît acceptable, dans les circonstances d'une offre non contrainte.

⁹⁰ ANR Triple Net EPRA, ANR hors droits, ANR de liquidation.

⁹¹ La majorité des transactions ayant été réalisées avant 2015.

⁹² Dont la dernière en date est SIIC de Paris.

3.4.3 Synthèse

Nous présentons ci-dessous la synthèse de nos travaux d'évaluation multicritères du titre CeGeREAL SA et des primes / décotes calculées par rapport au Prix d'Offre de 35,65 € par action :

Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre			
	Section	€ / action	Prime / (décote)
Prix d'Offre		35,65 €	
Cours au 25 septembre 2015			
Spot	§ 3.2	27,4 €	30,0%
Moyenne pondérée 20 séances	§ 3.2	27,8 €	28,2%
Moyenne pondérée 1 mois	§ 3.2	27,8 €	28,2%
Moyenne pondérée 3 mois	§ 3.2	28,1 €	26,8%
Moyenne pondérée 6 mois	§ 3.2	29,4 €	21,2%
Moyenne pondérée 12 mois	§ 3.2	29,0 €	23,1%
ANR publié			
ANR EPRA - 30 juin 2015	§ 2.3.1	36,3 €	(1,7%)
EPRA Triple Net publié - 30 juin 2015	§ 2.3.1	35,8 €	(0,3%)
EPRA Triple Net publié - 30 septembre 2015	§ 2.3.1	37,5 €	(4,9%)
Multiples boursiers			
Price / ANR Triple Net EPRA (30 juin 2015)	§ 3.4.1	29,0 €	23,0%
Price / cash-flows récurrents (12m)	§ 3.4.1	27,4 €	30,2%
Valeur d'entreprise / loyers nets	§ 3.4.1	33,3 €	7,0%
Multiples transactionnels			
EPRA Triple Net publié - 30 juin 2015	§ 3.4.2	35,8 €	(0,3%)
EPRA Triple Net publié - 31 décembre 2014	§ 3.4.2	34,8 €	2,5%

En définitive :

- l'Offre permet aux actionnaires de CeGeREAL SA de bénéficier d'une liquidité de leur participation, dont ils ne disposaient pas jusqu'alors ;
- à cette liquidité est associée la présence d'une prime significative sur le cours, induite par le Prix d'Offre ;
- le Prix d'Offre extériorise une décote sur l'ANR Triple Net EPRA notoirement inférieure à la décote constatée habituellement sur le titre CeGeREAL SA.

4 ANALYSE DES ACCORDS ET DES ACCORDS CONNEXES

En marge de nos travaux d'évaluation, nous avons pris contact conjointement avec le conseil juridique de CRI et Northwood Investors, qui nous ont renseignés sur le processus transactionnel, lequel a été conduit de manière ouverte et s'est conclu de façon satisfaisante pour les deux parties en présence.

Nous avons également pris connaissance, au travers des annexes au SPA, du jeu de questions-réponses concernant CeGeREAL intervenu dans le cadre de la *data room* organisée par la Société pour les besoins de la transaction⁹³.

Par ailleurs, l'absence de lien capitalistique antérieur à cette transaction entre les Acquéreurs et le Cédant préjuge de l'objectivité du Prix provisoire et du Prix définitif (§ 1.5.1).

L'examen des Accords et des Accords connexes appelle de notre part les commentaires suivants.

4.1 En ce qui concerne les Accords

Nous n'avons pas relevé dans le SPA du 25 septembre 2015 ni dans les actes réitératifs du 5 novembre 2015 de disposition susceptible de remettre en cause le caractère objectif du Prix provisoire.

Nous constatons que le Prix d'Offre proposé aux actionnaires minoritaires est supérieur ou égal au Prix définitif. Nonobstant la présence des Accords connexes que nous commentons ci-après, nous estimons que ceci constitue un élément d'appréciation déterminant du Prix d'Offre.

4.2 En ce qui concerne les Accords connexes

4.2.1 *Advisory Services Agreement*

Le Cédant n'étant pas partie à la conclusion de l'*Advisory Services Agreement*, nous estimons qu'aucun complément de prix ne peut être invoqué à ce titre à l'égard de CRI, et que dès lors ce contrat n'est pas de nature à léser les intérêts des actionnaires minoritaires qui bénéficient d'un Prix d'Offre supérieur ou égal au prix de cession du Bloc de Contrôle.

Au-delà de ce constat de principe, les nouvelles dispositions contractuelles relatives à la rémunération du Conseil ne peuvent être quantifiées avec précision, dans la mesure où nous ne disposons que du plan d'affaires *stand alone* de la Société, alors même que

⁹³ Cette *data room* comportait un volet immobilier et un volet *corporate*.

le nouveau contrat s'appliquera dans le futur à l'ANR Triple Net EPRA annuel⁹⁴ issu d'un plan d'affaires postérieur à l'Offre qui n'est pas arrêté à ce jour par le conseil d'administration de la Société, et en l'absence de visibilité sur la valeur de marché du portefeuille immobilier et de la dette sous-tendant l'ANR Triple Net EPRA à l'horizon 2018⁹⁵.

Les modalités d'acquisition d'actions CeGeREAL SA résultant du réinvestissement par le Conseil de sa rémunération variable⁹⁶ *via* l'exercice des BSA, dont l'émission ne sera autorisée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société que postérieurement à la clôture de l'Offre, appellent de notre part les observations suivantes :

- l'exercice des BSA par le Conseil lui donnerait droit potentiellement à un nombre d'actions de l'ordre de 865.000 ;
- le prix de souscription symbolique (1 centime d'euro) des BSA suppose que le prix d'exercice, égal à une moyenne des cours de bourse de la Société pondérée par les volumes⁹⁷, soit proche du cours de l'action à la date d'exercice.

4.2.2 Reclassement des titres CeGeREAL SA postérieurement à l'Offre

Indépendamment des contraintes de formalisation du processus transactionnel entre les Initiateurs et les éventuels investisseurs qui se déclareraient intéressés, le principe de reclassement par les Initiateurs auprès de ces investisseurs des titres de la Société *a minima* au-delà du seuil de 60% de détention par les Initiateurs du capital et des droits de vote, dès lors qu'il interviendrait à un prix égal ou inférieur au Prix d'Offre durant la période d'Offre, n'appelle pas d'observation particulière de notre part. Nous comprenons par ailleurs le principe selon lequel, dans l'hypothèse où des contrats de reclassement seraient signés postérieurement à la clôture de l'Offre, que les prix de ces transactions puissent alors être négociés :

- en fonction des conditions de marché dont nous ne pouvons pas préjuger de l'évolution,
- mais sous contrainte pour les Initiateurs de recession des titres.

4.2.3 En synthèse

Après examen des Accords connexes, nous estimons que ces accords ne sont pas de nature à remettre en cause le Prix d'Offre.

⁹⁴ Conditionnant la rémunération fixe du Conseil.

⁹⁵ Conditionnant la rémunération variable du Conseil.

⁹⁶ Rémunération nette de TVA et d'impôt.

⁹⁷ Sur une période proche (20 derniers jours de bourse) de la date d'exercice.

5 ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation de l'Établissement présentateur, les calculs effectués et les conclusions qui s'en dégagent.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles J.P. Morgan a eu recours :

Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre				Etab. présentateur	
	Section	€ / action	Prime / (décote)	€ / action	Prime / (décote)
Prix d'Offre		35,65 €		35,65 €	
Cours au 25 septembre 2015					
Spot	§ 3.2	27,4 €	30,0%	27,4 €	30,0%
Moyenne pondérée 20 séances	§ 3.2	27,8 €	28,2%	n.c.	n.c.
Moyenne pondérée 1 mois	§ 3.2	27,8 €	28,2%	27,8 €	28,2%
Moyenne pondérée 3 mois	§ 3.2	28,1 €	26,8%	28,1 €	26,8%
Moyenne pondérée 6 mois	§ 3.2	29,4 €	21,2%	29,4 €	21,3%
Moyenne pondérée 12 mois	§ 3.2	29,0 €	23,1%	29,0 €	23,1%
ANR publié					
ANR EPRA - 30 juin 2015	§ 2.3.1	36,3 €	(1,7%)	36,3 €	(1,7%)
EPRA Triple Net publié - 30 juin 2015	§ 2.3.1	35,8 €	(0,3%)	35,8 €	(0,3%)
EPRA Triple Net publié - 30 septembre 2015	§ 2.3.1	37,5 €	(4,9%)	n.c.	n.c.
Multiples boursiers					
Price / ANR EPRA (30 juin 2015)	n.c.	n.c.	n.c.	34,7 €	2,7%
Price / ANR Triple Net EPRA (30 juin 2015)	§ 3.4.1	29,0 €	23,0%	35,5 €	0,4%
Price / cash-flows récurrents (déc. 14)	n.c.	n.c.	n.c.	40,8 €	(12,6%)
Price / cash-flows récurrents (12m)	§ 3.4.1	27,4 €	30,2%	32,6 €	9,5%
Valeur d'entreprise / loyers nets	§ 3.4.1	33,3 €	7,0%	n.c.	n.c.
Multiples transactionnels					
EPRA Triple Net publié - 30 juin 2015	§ 3.4.2	35,8 €	(0,3%)	34,6 €	3,2%
EPRA Triple Net publié - 31 décembre 2014	§ 3.4.2	34,8 €	2,5%	34,4 €	3,8%

Les convergences ou divergences constatées entre J.P. Morgan et Ledouble, sur les résultats issus des critères d'évaluation présentés ci-dessus, peuvent être explicitées comme suit.

5.1 Transactions de référence

La référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle est considérée, tant par J.P. Morgan que par Ledouble, comme un critère d'évaluation incontournable, étant rappelé que l'Initiateur ne détenait préalablement à l'Opération aucun titre de la Cible.

5.2 Cours de bourse et objectifs de cours

Nos calculs de cours moyens pondérés par les volumes au 25 septembre 2015, Date de l'Annonce, sont identiques à ceux de l'Établissement présentateur.

J.P. Morgan se réfère comme nous au consensus⁹⁸ antérieur à la Date de l'Annonce ; ce consensus mentionne les objectifs de cours de Kepler Cheuvreux, Invest Securities et Exane BNP Paribas ; nous avons ajouté pour information le consensus⁹⁹, postérieur au 25 septembre 2015, en constatant l'absence de surenchère sur le Prix d'Offre.

5.3 Présentation de l'ANR Triple Net EPRA

Tout en présentant l'ANR EPRA au 30 juin 2015, l'Établissement présentateur privilégie comme nous, en tant que principal critère d'évaluation, l'ANR Triple Net EPRA, qui intègre la juste valeur tant des actifs valorisés à dire d'expert immobilier que de l'endettement.

Nous apprécions l'équité du Prix d'Offre au regard de l'ANR Triple Net EPRA au 30 juin 2015 et au 30 septembre 2015, dans la mesure où la Société publie cet indicateur à intervalle trimestriel.

5.4 Multiples boursiers

L'Établissement présentateur se réfère à des cours de bourse *spot* au 25 septembre 2015, Date de l'Annonce, pour déterminer la base de calcul des multiples boursiers ; nous retenons pour ce même calcul des capitalisations boursières moyennes 1 mois précédant cette même date.

5.4.1 Composition des échantillons respectifs

Notre panel se recoupe avec celui de l'Établissement présentateur sur les sociétés suivantes : Foncière de Paris, Eurosic et Société de la Tour Eiffel.

Nous avons exclu de notre échantillon de comparables :

- Gecina, qui détient un portefeuille d'actifs valorisés à plus de 10 Md€, dépassant très largement la taille des actifs du Groupe ;

⁹⁸ *Bloomberg*.

⁹⁹ Identique dans sa composition antérieurement et postérieurement à la Date de l'Annonce.

- Foncière des Régions¹⁰⁰ et Icade¹⁰¹ dont les caractéristiques du segment de bureaux nous paraissent moins correspondre à CeGeREAL que celles de Société Foncière Lyonnaise, Terreis et Immobilière Dassault, que nous avons par ailleurs sélectionnées sur le critère géographique francilien.

5.4.2 Choix des multiples respectifs

Les multiples de valeurs d'entreprise rapportées aux loyers nets que nous mentionnons à titre de recoupement n'ont pas été retenus par l'Établissement présentateur.

Les *cash-flows* récurrents que nous avons utilisés dans la détermination du multiple de Price / *cash-flows* récurrents (12 mois) pour chaque société comparable et de l'agrégat de CeGeREAL, correspondent principalement aux données publiées au 30 juin 2015, doublées pour considérer une période de 12 mois (**annexe 7**). L'Établissement Présentateur a quant à lui recalculé un *cash-flow* récurrent pour l'ensemble des sociétés.

Nous avons exclu le recours à un multiple de *cash-flows* 2014 pour les raisons évoquées dans la description des méthodes retenues.

5.5 Multiples transactionnels

Notre sélection de transactions comparables, par rapport à celle de l'Établissement présentateur, se concentre sur les opérations les plus récentes, intervenues entre 2013 et 2015.

¹⁰⁰ La société Foncière des Régions détient un portefeuille d'actifs de bureaux France représentant environ 40% du patrimoine part du groupe, l'Ile-de-France contribuant elle-même à 76% des loyers annualisés des bureaux France.

¹⁰¹ Les actifs d'Icade, bien que majoritairement situés à Paris ou en région parisienne, sont cependant constitués à moins de 40% de bureaux.

6 CONCLUSION

À l'issue de nos travaux de valorisation du titre CeGeREAL SA, nous sommes d'avis que le prix proposé de **35,65 €** est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre.

Les Accords connexes ne remettent pas en cause l'équité du Prix d'Offre, qui ne peut être inférieur au prix de la cession du Bloc de Contrôle.

Fait à Paris, le 16 décembre 2015.

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE

Sébastien SANCHO

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble Annexe 1
- Calendrier de l'expertise indépendante Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 5
- Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble Annexe 6
- Comparables boursiers Annexe 7

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse et recherches documentaires
- Analyse de l'Opération et de son corpus juridique
- Etude de l'évolution historique du titre de la Société et examen des notes d'analystes
- Entretiens et réunions avec les représentants de la Cible, des Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors, des Conseils, de l'Établissement présentateur et de l'Expert immobilier
- Exploitation de la documentation en retour de notre requête documentaire préalable aux travaux de valorisation
- Réunions et entretiens téléphoniques

2. Travaux de valorisation

- Revue des expertises immobilières au 31 décembre 2014, au 30 juin 2015 et au 30 septembre 2015
- Exploitation des bases de données
- Exploitation des réponses à nos requêtes documentaires et du contenu d'une *data room* mise à disposition à cet effet
- Constitution d'un panel de comparables boursiers
- Recherche de transactions comparables
- Analyse financière et évaluation multicritères de la Cible

3. Attestation d'équité

- Rédaction d'une lettre de mission
- Soumission d'une lettre d'affirmation à la Cible et aux Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors
- Rédaction du rapport d'expertise indépendante
- Administration et supervision de la mission

4. Rémunération

Le montant des honoraires, aux termes de la lettre de mission de Ledouble en date du 27 novembre 2015, s'établit dans une fourchette de 60.000 € à 70.000 € (hors taxes et débours) en fonction du temps passé.

Annexe 2 : Calendrier de l'étude

⇒ Semaine du 16 au 22 novembre 2015

- Contacts préalables avec les représentants de la Cible et de son conseil juridique
- Prise de connaissance de l'Opération
- Prise de connaissance des informations publiques disponibles sur la Cible et le transfert du Bloc de contrôle
- Recherche de comparables boursiers et de transactions comparables
- Réponse à l'appel d'offre

⇒ Semaine du 23 au 29 novembre 2015

- Requête documentaire
- Désignation de Ledouble par le conseil d'administration de la Cible
- Lettre de mission de Ledouble
- Réunion avec les représentants de la Cible, des Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors, des Conseils et de l'Établissement présentateur
- Exploitation des informations mises à disposition en *data room*
- Analyse des Accords et de la teneur des Accords connexes
- Exploitation des études sectorielles et des bases de données
- Examen de l'évolution du cours de bourse de la Cible
- Analyse du consensus *Bloomberg* et des objectifs de cours de bourse de la Cible
- Analyse historique comptable et financière de la Cible
- Mise en œuvre de l'évaluation multicritères de la Cible

⇒ Semaine du 30 novembre au 6 décembre 2015

- Revue des expertises immobilières
- Examen du projet de rapport de l'Établissement présentateur
- Examen du projet de note d'information des Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors incluant les éléments d'appréciation du prix d'Offre
- Entretiens avec les représentants de la Cible, des Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors, des Conseils et de l'Établissement présentateur
- Exploitation des informations mises à disposition *en data room*
- Analyse des termes et conditions des Accords connexes
- Poursuite de l'évaluation multicritères de la Cible
- Mise à jour de la requête documentaire et préparation des ordres du jour des conférences téléphoniques à suivre

⇒ **Semaine du 7 au 13 décembre 2015**

- Conférence téléphonique avec les représentants de la Cible
- Conférence téléphonique avec l'Expert immobilier
- Rédaction de la trame de rapport d'expertise indépendante
- Exploitation des informations mises à disposition en *data room*
- Analyse des projets de contractualisation des Accords connexes
- Réunion d'étape avec les administrateurs indépendants
- Entretiens avec les représentants de la Cible, des Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors, des Conseils et de l'Établissement présentateur
- Examen du projet de note d'information en réponse de la Cible
- Mise à jour de la requête documentaire et levée des suspens
- Proposition de lettres d'affirmation à l'attention de la Cible et des Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors
- Finalisation de l'évaluation multicritères de la Cible
- Transmission du projet de rapport aux administrateurs indépendants et à la Cible

⇒ **Semaine du 14 au 18 décembre 2015**

- Conférence téléphonique avec les administrateurs indépendants
- Levée des derniers suspens
- Confirmation du Prix d'Offre
- Finalisation du rapport d'expertise indépendante et de l'attestation d'équité
- Entretiens avec les représentants de la Cible, des Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors, des Conseils et de l'Établissement présentateur
- Examen des derniers projets de notes d'information des Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors et en réponse de la Cible
- Délivrance de l'attestation d'équité en vue de la réunion du conseil d'administration de la Société, préalablement au dépôt du projet d'Offre
- Présentation du rapport d'expertise indépendante au comité *ad-hoc* constitué des administrateurs indépendants puis au conseil d'administration de la Société

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

Documentation relative à l'Offre

- Projets de note d'information des Initiateurs agissant de concert avec Northwood Investors
- Projets de note en réponse de la Cible
- Présentation en projet des termes et conditions de *l'Advisory Services Agreement*
- Présentation destinée aux investisseurs et projet de *Share Purchase Agreement*, dans la perspective du reclassement de titres nécessaire au maintien du régime SIIC de la Société
- Rapport d'évaluation de J.P. Morgan sous-tendant les éléments d'appréciation du Prix d'Offre.

Documentation juridique relative à l'acquisition du Bloc de contrôle

Actes de cession

- Acte réitératif de cession d'actions entre CRI et NW CGR 1 S.à r.l. en date du 5 novembre 2015
- Acte réitératif de cession d'actions entre CRI et NW CGR 2 S.à r.l. en date du 5 novembre 2015
- Acte réitératif de cession d'actions entre CRI et NW CGR 3 S.à r.l. en date du 5 novembre 2015

SPA

- Lettre d'intention de Northwood Acquisitions LLC à CRI en date du 20 juillet 2015
- *Share Purchase Agreement* entre les Acquéreurs et CRI et ses annexes en date du 25 septembre 2015

Documentation financière relative à l'acquisition du Bloc de Contrôle

- *Final Purchase Price Calculation* au 5 novembre 2015
- Etats financiers de CeGeREAL SA et Prothin SAS au 5 novembre 2015

Documentation relative au Groupe

Documentation juridique

Suivi juridique

- K bis¹⁰⁴ et statuts¹⁰⁵
- Etats relatifs aux inscriptions des privilèges et publications¹⁰⁶
- Procès-verbaux des assemblées générales de CeGeREAL (2012 à 2015¹⁰⁷)
- Procès-verbaux des conseils d'administration de CeGeREAL (2012 à 2015¹⁰⁸)
- Procès-verbaux des décisions de l'associé unique de Prothin (2012 à 2015¹⁰⁹)
- Rapports de gestion (2012 à 2015)

Financement

- Convention de crédit entre AAREAL Bank, Deutsche Pfandbriefbank Aktiengesellschaft, Bayerische Landesbank, Landesbank Berlin, CeGeREAL et Prothin en date du 26 juillet 2012
- Avenant n°1 à la convention de crédit en date du 7 août 2014
- Avenant n°2 à la convention de crédit en date du 7 août 2014
- *Waiver letter* entre AAREAL Bank et Prothin en date du 15 octobre 2015
- Certificats de calcul des ratios financiers dans le cadre du respect des covenants inhérents à la convention de crédit en date du 17 août 2015 et du 16 novembre 2015

¹⁰⁴ Kbis CeGeREAL au 5 juillet 2015 et Kbis Prothin au 8 juin 2015.

¹⁰⁵ Statuts CeGeREAL mis à jour au 15 avril 2015 ; statuts Prothin mis à jour au 24 avril 2015.

¹⁰⁶ Etats au 24 novembre 2015.

¹⁰⁷ Du 28 juin 2012 au 15 avril 2015.

¹⁰⁸ Du 24 février 2012 au 24 novembre 2015.

¹⁰⁹ Du 16 janvier 2012 au 24 avril 2015.

Gestion immobilière

- *Asset Management Agreement* entre CeGeREAL et CRI en date du 21 décembre 2012
- *Asset Management Agreement* provisoire entre Prothin et Northwood France Asset Management SAS en date du 5 novembre 2015
- Baux

Documentation financière

- Documents de référence incluant le rapport financier annuel (2012 à 2014) et rapports financiers semestriels (2012 à 2014)
- Information réglementée disponible sur le site de CeGeREAL
- Détail du calcul de l'ANR Triple Net EPRA au 30 juin 2015 et au 30 septembre 2015
- Etats locatifs au 30 septembre 2015
- Budget 2015-2017 des travaux par immeuble
- Expertises immobilières au 31 décembre 2014, au 30 juin 2015 et au 30 septembre 2015
- Présentation au conseil d'administration du 23 juillet 2015 des résultats au 30 juin 2015 et du plan d'affaires triennal consolidé du Groupe

Autres sources documentaires

- Sites d'information des sociétés incluses dans le panel de comparables ; documents de référence 2014 et rapports financiers semestriels 2015 de ces sociétés (**annexe 7**)
- Analyses sectorielles BNP Paribas Real Estate, CBRE, Savills
- Notes d'analystes Exane BNP Paribas et Kepler Cheuvreux
- Annuaire des sociétés immobilières cotées européennes 2014. Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière (IEIF)

Sites Web

- Site d'Euronext. [En ligne], <https://www.euronext.com/>
- Site de CeGeREAL. [En ligne], <http://www.cegereal.com/>
- Site de Northwood Investors. [En ligne], <http://www.northwoodinvestors.com/>
- Site de l'EPRA. [En ligne], <http://www.epra.com/>
- Site de Legifrance. [En ligne], <http://www.legifrance.gouv.fr/>

Bases de données exploitées

- *Bloomberg*
- *Thomson One*

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante dans le cadre d'offres publiques et d'opérations de restructuration interne ; il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, membre de la Société Française des Evalueurs (SFEV), et suit les règles de déontologie décrites sur son site internet : www.ledouble.fr.

➤ **Olivier CRETTE, Associé signataire**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Evaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM), chargé d'enseignement à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris, à l'Université Paris IX – Dauphine et à SciencesPo

➤ **Sébastien SANCHO, Associé signataire**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière », Université Paris IX – Dauphine, MSTCF Paris IX – Dauphine, certifié « Islamic Qualification »
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Evaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

- **Marc de LA BÉDOYÈRE, Responsable de mission**
 - Mastère Spécialisé Ingénierie Financière de l'EM Lyon
 - Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Panthéon-Sorbonne
 - Membre de la SFEV
 - Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

- **Edouard HAYOT, Analyste**
 - Neoma Business School
 - Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

--

- **Agnès PINIOT, Présidente de Ledouble, en charge de la revue indépendante**

Agnès Piniot n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de la présente expertise indépendante ; elle est intervenue au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006.

- Expert-comptable et commissaire aux comptes,
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Membre de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission « Evaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation, ainsi que des interventions d'assistance aux litiges

Annexe 6 : Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble entre 2013 et 2015

Expertises indépendantes 2013-2015		
Année	Société cible	Etablissement présentateur
2015	Le Guide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	(*)
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	(*)
2014	SIC de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	(**)
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

(*) *Augmentations de capital réservées (art. 261-2 du règlement général de l'AMF).*

(**) *Transfert de siège social.*

Annexe 7 : Comparables boursiers

- ANR publié

ANR publié					
Société	Date ANR	Date de publication	ANR publié	ANR (M€)	ANR / action
CeGeREAL	30-juin-15	24-juil.-15	ANR Triple Net EPRA	478	35,8 €
Société Foncière Lyonnaise	30-juin-15	23-juil.-15	ANR Triple Net EPRA	2 459	52,9 €
Eurosic	30-juin-15	23-juil.-15	ANR Triple Net EPRA	1 410	37,0 €
Foncière de Paris	30-juin-15	28-juil.-15	ANR Triple Net EPRA	1 366	124,4 €
Terreis	30-juin-15	30-juil.-15	ANR de liquidation EPRA	851	33,2 €
Société de la Tour Eiffel	30-juin-15	22-juil.-15	ANR Triple Net EPRA	532	56,2 €
Immobilière Dassault	30-juin-15	31-juil.-15	ANR hors droits	281	45,6 €

- Cash-flows récurrents

Cash-flows récurrents				
Société	Nature	S1 2015 (M€)	Retenu (M€)	
CeGeREAL	Marge brute d'autofinancement	9	18	
Société Foncière Lyonnaise	Résultat net récurrent EPRA	28	55	
Eurosic	Cash-flow courant publié	34	67	
Foncière de Paris	Cash-flow courant calculé	24	49	
Terreis	Cash-flow courant publié *	17	34	
Société de la Tour Eiffel	Cash-flow courant publié	14	27	
Immobilière Dassault	Cash-flow courant publié **	5	11	

* Capacité d'autofinancement courante après coût de l'endettement financier net et impôt.

** Bénéfice opérationnel avant variation du besoin en fonds de roulement.

- Loyers nets

Loyers nets		
Société	S1 2015 (M€)	Retenu (M€)
CeGeREAL	19	37
Société Foncière Lyonnaise	72	144
Eurosic	60	121
Foncière de Paris	45	91
Terreis	34	69
Société de la Tour Eiffel	22	43
Immobilière Dassault	7	15

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.cegereal.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de CeGeREAL – 42 rue de Bassano – 75 008 PARIS.

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Raphaël Tréguier
Directeur Général