

## **NOTE D'INFORMATION**

### **OFFRE VOLONTAIRE DE RACHAT SUIVIE DU RETRAIT DU MARCHE EURONEXT ACCESS**

(Article 3.2, al. 4 des règles d'Euronext Access)

### **VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE MAISON ANTOINE BAUD**

#### **Maison Antoine Baud**

Société anonyme au capital de 3 096 336 euros

Siège social : 27 route du Cendre CS 40159 – 63808 Cournon d'Auvergne cedex 480

RCS Clermont-Ferrand 855 201 521



Mnémonique : MLMAB – ISIN : **FR0000061657**

### **INITIEE PAR COGEVAL BELGIQUE SA**

**PRIX DE L'OFFRE : 230 EUROS PAR ACTION**

**DUREE DE L'OFFRE : DU 18 DECEMBRE 2024 AU 24 JANVIER 2025**

## **TABLE DES MATIERES**

|           |                                                           |           |
|-----------|-----------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1.</b> | <b>PRESENTATION DE L'OFFRE VOLONTAIRE DE RACHAT</b>       | <b>4</b>  |
| 1.1.      | Contexte de l'Offre                                       | 4         |
| 1.2.      | Caractéristiques de l'Offre                               | 4         |
| 1.2.1.    | Modalités de l'Offre                                      | 4         |
| 1.2.2.    | Radiation des Actions du marché Euronext Access Paris     | 5         |
| 1.2.3.    | Calendrier indicatif de l'Offre                           | 6         |
| 1.2.4.    | Position du Conseil d'administration de la Société        | 6         |
| 1.2.5.    | Restriction concernant l'Offre hors de France             | 6         |
| <b>2.</b> | <b>JUSTIFICATION DU PRIX DE L'OFFRE</b>                   | <b>7</b>  |
| 2.1.      | Prix de l'offre                                           | 7         |
| 2.2.      | Evaluation de l'expert indépendant                        | 7         |
| <b>3.</b> | <b>PRESENTATION DE LA SOCIETE</b>                         | <b>8</b>  |
| 3.1.      | Données boursières et répartition du capital              | 8         |
| 3.2.      | Activités de la Société                                   | 8         |
| 3.3.      | Eléments financiers concernant la Société                 | 9         |
| 3.3.1.    | Bilan de l'exercice clos le 31 décembre 2023              | 9         |
| 3.3.2.    | Compte de résultat de l'exercice clos le 31 décembre 2023 | 11        |
| <b>4.</b> | <b>PRESENTATION DE L'INITIATEUR</b>                       | <b>12</b> |
| <b>5.</b> | <b>DOCUMENTS MIS A LA DISPOSITION DU PUBLIC</b>           | <b>12</b> |
| <b>6.</b> | <b>CONTACTS</b>                                           | <b>12</b> |
|           | <b>ANNEXE : RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT</b>           | <b>13</b> |

## 1. PRESENTATION DE L'OFFRE VOLONTAIRE DE RACHAT

Conformément aux dispositions de l'article 3.2 alinéa 4 des Règles d'Euronext Access (Livre II) en date du 2 mai 2024 (les « **Règles d'Euronext Access** »), la société COGEVAL Belgique SA, société de droit belge, dont le siège social est situé au 217 avenue de Tervueren, 1150 Bruxelles (Belgique), immatriculée sous le numéro 0826.205.319 au Registre du commerce de Bruxelles (Belgique), (l'« **Initiateur** »), propose aux titulaires d'actions (collectivement les « **Actions** » et individuellement une « **Action** ») de la société MAISON ANTOINE BAUD (MAB), société anonyme au capital de 3 096 336 euros dont le siège social est situé 27 route du Cendre – 63808 Cournon d'Auvergne cedex 480, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Clermont-Ferrand sous le numéro 855 201 521 (la « **Société** »), dont les Actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Access géré par Euronext Paris sous le code ISIN FR0000061657, d'acquérir la totalité de leurs Actions à un prix unitaire de 230 euros du 18 décembre 2024 au 24 janvier 2025 (inclus) (l'« **Offre** »).

Cette Offre sera suivie du retrait de la cote du marché Euronext Access d'Euronext Paris (« **Euronext Access** ») conformément aux dispositions de l'article 3.2 alinéa 4 des Règles de d'Euronext Access.

### 1.1. Contexte de l'Offre

A la date de la présente note d'information (la « **Note d'Information** »), l'Initiateur détient de concert avec la société COGEVAL France<sup>1</sup>, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est situé au 10 rue de La Grange Batelière, 75009 Paris (France), immatriculée sous le numéro 330 024 845 au Registre du commerce de Paris (France), 182.301 Actions sur les 193.521 Actions composant le capital social de la Société, soit 94,20 % du capital social et des droits de vote de la Société.

L'Initiateur souhaite demander la radiation des actions de la Société du marché Euronext Access dans la mesure où la cotation de la Société sur ce marché n'a plus de raison d'être, compte tenu de son flottant réduit et du fait que la Société n'aura pas besoin de lever des fonds sur le marché.

Dans ce contexte et dans la mesure où l'Initiateur détient d'ores et déjà une participation supérieure à 90 % du capital et des droits de vote de la Société, il sera demandé à Euronext Paris, conformément à l'article 3.2, alinéa 4 des Règles d'Euronext Access, la radiation de la Société de sa cotation sur le marché Euronext Access à Paris à l'issue de la Période d'Offre (tel que ce terme est défini à l'Article 1.2.1 ci-après).

Par conséquent, les actions de la Société qui n'auraient pas été présentées à l'Offre resteront à l'issue de celle-ci la propriété de leur détenteur mais seront retirées de la négociation d'Euronext Access.

La Société et l'Initiateur attirent l'attention des actionnaires sur l'absence totale de liquidité qui caractérisera l'action MAISON ANTOINE BAUD à la suite de la radiation du marché Euronext Access.

### 1.2. Caractéristiques de l'Offre

#### 1.2.1. Modalités de l'Offre

L'Offre porte sur les 11.220 Actions de la Société non-détenues par l'Initiateur et COGEVAL France, étant précisé qu'à la date du présent document, il n'existe aucun instrument donnant accès immédiatement ou à terme, au capital social de la Société.

Les Actions de la Société présentées à l'Offre devront être libres de tout nantissement ou gage et, d'une manière générale, ne devront faire l'objet d'aucune restriction concernant le transfert en

---

<sup>1</sup> L'Initiateur détient de manière directe 100% du capital et des droits de vote de la société COGEVAL France.

pleine propriété.

Les Actions présentées à l'Offre seront vendues avec tous les droits, de quelque nature que ce soit, qui y sont attachés.

L'Offre sera ouverte du 18 décembre 2024 au 24 janvier 2025 (inclus) (la « **Période d'Offre** »), soit une durée de 25 jours de bourse.

Portzamparc BNP Paribas, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pendant la période d'Offre, pour le compte de l'Initiateur, des actions de la Société qui seront cédées sur le marché.

L'Offre ne fera pas l'objet d'une centralisation.

En conséquence :

- les actionnaires souhaitant céder leurs Actions dans le cadre de l'Offre devront simplement mettre un ordre de vente sur le marché au plus tard le 24 janvier 2025, jour de clôture de l'Offre ;
- le règlement-livraison s'effectuera à l'issue d'un délai de deux (2) jours suivant le passage de l'ordre de vente.

La cotation des Actions de la Société sera suspendue post cotation le dernier jour de l'Offre et jusqu'à la radiation de la Société d'Euronext Access Paris, conformément au calendrier établi à l'Article 1.2.3 ci-après.

La présente Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à l'issue de l'Offre, sera porté devant les juridictions françaises compétentes.

#### 1.2.2. Radiation des Actions du marché Euronext Access Paris

Dans la mesure où l'Initiateur détient d'ores et déjà une participation supérieure à 90 % du capital et des droits de vote de la Société, ce dernier demandera à l'issue de l'Offre à Euronext Paris, conformément à l'article 3.2 alinéa 4 des Règles d'Euronext Access, le retrait de la négociation des Actions de la Société inscrites sur le marché Euronext Access.

Par conséquent, les Actions de la Société qui n'auraient pas été présentées à l'Offre resteront, à l'issue de celle-ci, la propriété de leur détenteur, mais seront retirées de la négociation du marché Euronext Access.

**L'Initiateur attire l'attention des actionnaires de la Société sur l'absence de liquidité qui caractérisera les Actions en cas de radiation des Actions de la négociation sur Euronext Access.**

### 1.2.3. Calendrier indicatif de l'Offre

|                         |                                                                                                                                                                                                                       |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>16 décembre 2024</b> | Publication par la Société d'un communiqué de presse annonçant le lancement de l'Offre et la mise à disposition de la présente Note d'Information<br><br>Publication de l'avis Euronext Paris du lancement de l'Offre |
| <b>18 décembre 2024</b> | Ouverture de l'Offre pour une durée de 25 jours de bourse                                                                                                                                                             |
| <b>24 janvier 2025</b>  | Clôture de l'Offre                                                                                                                                                                                                    |
|                         | Suspension du cours de bourse                                                                                                                                                                                         |
| <b>28 janvier 2025</b>  | Publication du communiqué de presse par la Société annonçant les résultats de l'Offre<br><br>Publication par Euronext Paris de l'avis de résultat de l'Offre et de la date de radiation                               |
| <b>30 janvier 2025</b>  | Radiation des Actions de la Société de la cote d'Euronext Access Paris                                                                                                                                                |

### 1.2.4. Position du Conseil d'administration de la Société

Lors de sa réunion en date du 5 décembre 2024, le Conseil d'administration de la Société a pris connaissance du projet d'Offre, et notamment du prix proposé, ainsi que du souhait de l'Initiateur d'obtenir la radiation des Actions du marché Euronext Access.

Sur la base du rapport de l'Expert Indépendant, en application des dispositions de l'article 3.2 alinéa 4 des Règles d'Euronext Access, le Conseil d'administration de la Société a approuvé l'Offre, constaté le caractère justifié du prix de l'Offre et ne s'est pas opposé à la décision de l'Initiateur de demander à Euronext Paris le retrait de la négociation des Actions de la Société du marché Euronext Access à l'issue de l'Offre.

### 1.2.5. Restriction concernant l'Offre hors de France

Le présent document est préparé à des fins d'information uniquement en application des dispositions de l'article 3.2 alinéa 4 des Règles d'Euronext Access.

Le présent document n'est pas destiné à être diffusé dans d'autres pays que la France.

La diffusion du présent document peut, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique. En conséquence, les personnes venant à entrer en possession de ce document doivent se tenir informées des restrictions légales applicables et les respecter. Le non-respect des restrictions légales est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certaines juridictions.

L'Offre est faite exclusivement en France. Les titulaires d'Actions de la Société domiciliés en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet.

L'Initiateur et la Société déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales applicables.

## 2. JUSTIFICATION DU PRIX DE L'OFFRE

### 2.1. Prix de l'offre

Le prix de l'Offre est de 230 euros par Action.

### 2.2. Evaluation de l'expert indépendant

Conformément à l'article 3.2 alinéa 4 des Règles de Marché, le prix proposé a fait l'objet d'une évaluation par un expert indépendant, la société Paper Audit et Conseil, société à responsabilité limitée dont le siège social est situé 11, place du Général Catroux – 75017, Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 453 815 953, représentée par Monsieur Xavier Paper, associé (l'« **Expert Indépendant** »).

Le rapport d'évaluation de la Société est présenté en Annexe du présent document.

Les conclusions du rapport d'évaluation préparé par l'Expert Indépendant sont les suivantes :

#### **« ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT »**

*Nous avons évalué la valeur de la Société selon les différentes méthodes suivantes : à titre principal, (1) l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF), (2) la méthode de capitalisation d'un revenu et, à titre secondaire, (3) la référence au cours de bourse, (4) l'actif net comptable et (5) la méthode des comparables boursiers.*

*Selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la valeur de la Société ressort à 43,8 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 227 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB extériorise une prime de 1,5% par rapport à la valeur résultant de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.*

*Selon la méthode de la capitalisation d'un revenu, la valeur de la Société ressort à 44,5 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 230 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB n'extériorise ni prime, ni décote par rapport à la valeur résultant de la méthode de la capitalisation d'un revenu.*

*Selon la référence au cours moyen pondéré par les volumes 1 mois, retenue à titre indicatif, la valeur de la Société ressort à 39,1 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 202 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB extériorise une prime de 13,9% par rapport à la référence au cours moyen pondéré par les volumes 1 mois.*

*Selon la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois, retenue à titre indicatif, la valeur de la Société ressort à 38,1 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 197 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB extériorise une prime de 16,8% par rapport à la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois.*

*Selon la référence à l'actif net comptable au 31 décembre 2023, retenue à titre indicatif, la valeur de la Société ressort à 37,0 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 191 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB extériorise une prime de 20,4% par rapport à la référence à l'actif net comptable.*

*Selon la méthode des comparables boursiers, retenue à titre indicatif, sur la base des multiples de loyers nets, la valeur de la Société ressort à 61,5 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 318 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB extériorise une décote de -27,6% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples de loyers nets.*

*Selon la méthode des comparables boursiers, retenue à titre indicatif, sur la base des multiples de résultat net récurrent, la valeur de la Société ressort à 35,0 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 181 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB extériorise une prime de 27,2% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples de résultat net récurrent.*

*La présente Offre permet aux actionnaires minoritaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate de l'intégralité de leur participation à un prix attractif alors même que la liquidité des actions en circulation est quasi inexistante sur le marché Euronext Access où elles sont inscrites. En outre, le prix d'Offre fait ressortir*

*une prime de 13,9% et 16,8% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes respectivement 1 mois et 6 mois précédant la dernière cotation en date du 29 novembre 2024.*

***Le prix de 230 euros par action MAB proposé pour l'Offre Volontaire de Rachat est équitable pour les actionnaires minoritaires. »***

Le rapport d'évaluation de l'Expert Indépendant a été mis à la disposition des actionnaires de la Société, préalablement à l'ouverture de l'Offre, dans les conditions mentionnées à l'Article 5 de la Note d'Information.

### **3. PRESENTATION DE LA SOCIETE**

#### **3.1. Données boursières et répartition du capital**

Les Actions de la Société sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Access géré par Euronext Paris sous le code ISIN **FR0000061657** (Mnémonique : MLMAB).

Le capital social de la Société, à la date de la Note d'Information, s'élève à 3 096 336 euros, divisé en 193.521 Actions.

A la date de la Note d'Information, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société est la suivante :

| Actionnaire               | Nombre de titres | % du capital   |
|---------------------------|------------------|----------------|
| COGEVAL FRANCE            | 152 112          | 78.60%         |
| COGEVAL BELGIQUE          | 30 189           | 15.60%         |
| <b>Sous-total Concert</b> | <b>182 301</b>   | <b>94.20%</b>  |
| Public                    | 11 220           | 5.80%          |
| <b>Total</b>              | <b>193 521</b>   | <b>100.00%</b> |

#### **3.2. Activités de la Société**

La société MAISON ANTOINE BAUD (« MAB » ou la « Société ») a été créée en 1864, à Clermont-Ferrand. Quincaillerie à l'origine, la Société a évolué avec les années avant de devenir une société de gestion et d'investissement en immobilier d'entreprise. La Société opère donc désormais en tant que foncière.

La Société se présente comme une société foncière qui se porte acquéreur de nouveaux actifs, principalement déjà occupés, avec comme objectif de les valoriser et de les gérer en apportant le maximum de valeur ajoutée. La Société recherche un rendement sur le long terme au travers de la location de ses actifs immobiliers.

MAISON ANTOINE BAUD mène également une activité de promotion pour compte propre : elle identifie des terrains propices à la construction de bâtiments, conduit les travaux, puis se charge de trouver un locataire.

La Société cible les zones d'activités économiques en périphéries des grandes villes, historiquement autour de la région clermontoise.

Les actifs immobiliers de la Société sont majoritairement concentrés sur le marché de l'immobilier d'entreprise et se répartissent approximativement comme suit :

- 80% d'immobiliers liés à des activités de logistique
- 10% d'immobiliers liés à des activités de bureaux
- 10% d'immobiliers liés à des activités de commerces

L'activité de MAB se répartie entre plus de 40 sites dans une vingtaine de villes, représentant près de 162 000 m<sup>2</sup> et plus de 130 locataires.

### 3.3. Eléments financiers concernant la Société

La Société établit ses états financiers selon les principes des normes comptables françaises et clôture ses comptes au 31 décembre de chaque année. Des extraits des comptes sociaux au 31 décembre 2023 sont reproduits ci-après. Il est précisé qu'à la date de la Note d'Information, les comptes sociaux de l'exercice clos au 31 décembre 2023 ont fait l'objet d'une certification sans réserve par le Commissaire aux comptes de la Société, la société SAS WOLFF & ASSOCIÉS.

#### 3.3.1. Bilan de l'exercice clos le 31 décembre 2023

| <b>ACTIF</b>                                                |                      |                              |                   |                      |
|-------------------------------------------------------------|----------------------|------------------------------|-------------------|----------------------|
| <b>MAISON ANTOINE BAUD</b>                                  |                      |                              |                   |                      |
|                                                             | <b>Exercice 2023</b> |                              |                   | <b>Exercice 2022</b> |
|                                                             | Montants bruts       | Amortissements et provisions | Montants nets     | Montants nets        |
| <b>ACTIF IMMOBILISÉ</b>                                     |                      |                              |                   |                      |
| <b>Immobilisations incorporelles</b>                        |                      |                              |                   |                      |
| Frais d'établissement                                       | 12 982               | 12 982                       | -                 |                      |
| Concessions, brevets, et droits similaires                  | 35 530               | 35 530                       | -                 | 285                  |
| <b>Total immobilisations incorporelles</b>                  | <b>48 512</b>        | <b>48 512</b>                | <b>-</b>          | <b>285</b>           |
| <b>Immobilisations corporelles</b>                          |                      |                              |                   |                      |
| Terrains                                                    | 20 987 930           | 2 002 909                    | 18 985 021        | 19 094 698           |
| Constructions                                               | 73 188 480           | 39 342 691                   | 33 845 789        | 35 858 931           |
| Installations techniques, matériel et outillage industriels | 1 700                | 1 700                        | -                 |                      |
| Autres immobilisations corporelles                          | 53 115               | 49 069                       | 4 046             | 7 851                |
| Immobilisations en cours                                    | 250 210              |                              | 250 210           | 1 112 861            |
| <b>Total immobilisations corporelles</b>                    | <b>94 481 435</b>    | <b>41 396 369</b>            | <b>53 085 066</b> | <b>56 074 342</b>    |
| <b>Immobilisations financières</b>                          |                      |                              |                   |                      |
| Autres participations                                       | 14 659               |                              | 14 659            | 2 759                |
| Autres titres immobilisés                                   | 12 900               |                              | 12 900            |                      |
| Autres immobilisations financières                          |                      |                              | -                 |                      |
| <b>Total immobilisations financières</b>                    | <b>27 559</b>        | <b>-</b>                     | <b>27 559</b>     | <b>2 759</b>         |
| <b>Total actif immobilisé</b>                               | <b>94 557 506</b>    | <b>41 444 881</b>            | <b>53 112 626</b> | <b>56 077 386</b>    |
| <b>ACTIF CIRCULANT</b>                                      |                      |                              |                   |                      |
| <b>Stocks</b>                                               |                      |                              |                   |                      |
| <b>Créances</b>                                             |                      |                              |                   |                      |
| Avances et acomptes versés sur commandes                    | 149 776              |                              | 149 776           | 191 386              |
| Clients et comptes rattachés                                | 4 056 182            | 545 530                      | 3 510 652         | 3 419 693            |
| Autres créances                                             | 1 702 565            |                              | 1 702 565         | 2 147 281            |
| <b>Total créances</b>                                       | <b>5 908 523</b>     | <b>545 530</b>               | <b>5 362 993</b>  | <b>5 758 360</b>     |
| <b>Disponibilités et divers</b>                             |                      |                              |                   |                      |
| Valeurs mobilières de placement                             | 757 672              | 330 932                      | 426 740           | 506 779              |
| Disponibilités                                              | 15 799 165           |                              | 15 799 165        | 6 534 311            |
| Charges constatées d'avance                                 | 25 815               |                              | 25 815            | 15 522               |
| <b>Total disponibilités et divers</b>                       | <b>16 582 652</b>    | <b>330 932</b>               | <b>16 251 720</b> | <b>7 056 612</b>     |
| <b>Total actif circulant</b>                                | <b>22 491 175</b>    | <b>876 462</b>               | <b>21 614 712</b> | <b>12 814 971</b>    |
| Charges à répartir sur plusieurs exercices                  |                      |                              |                   |                      |
| Écarts de conversion actif                                  |                      |                              |                   |                      |
| <b>Total général</b>                                        | <b>117 048 681</b>   | <b>42 321 342</b>            | <b>74 727 338</b> | <b>68 892 357</b>    |



**PASSIF**  
**MAISON ANTOINE BAUD**

|                                                        | 2023              | 2022              |
|--------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|
| <b>CAPITAUX PROPRES</b>                                |                   |                   |
| Capital social ou individuel (dont versé : 3 096 336)  | 3 096 336         | 3 096 336         |
| Primes d'émission, de fusion, d'apport                 | 161 405           | 161 405           |
| Écarts de réévaluation (dont écart d'équivalence)      | 2 482 425         | 2 482 425         |
| Réserve légale                                         | 322 568           | 322 568           |
| Réserves statutaires ou contractuelles                 | 1 130 398         | 1 130 398         |
| Réserves réglementées                                  |                   |                   |
| Autres réserves                                        | 23 818 940        | 22 494 939        |
| Report à nouveau                                       | 2 500 000         | 2 500 000         |
| Résultat de l'exercice (bénéfice ou perte)             | 3 440 193         | 2 291 606         |
| <b>Total situation nette</b>                           | <b>36 952 265</b> | <b>34 479 677</b> |
| Provisions réglementées                                | 16 691            | 16 302            |
| <b>Total capitaux propres</b>                          | <b>36 968 956</b> | <b>34 495 979</b> |
| <b>PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES</b>              |                   |                   |
| Provisions pour risques                                | 14 000            |                   |
| Provisions pour charges                                | 86 900            |                   |
| <b>Total provisions pour risques et charges</b>        | <b>100 900</b>    |                   |
| <b>DETTES FINANCIERES</b>                              |                   |                   |
| Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit | 30 909 416        | 27 766 362        |
| Emprunts et dettes financières divers                  | 2 267 447         | 2 152 193         |
| <b>Total dettes financières</b>                        | <b>33 176 863</b> | <b>29 918 555</b> |
| <b>DETTES DIVERSES</b>                                 |                   |                   |
| Dettes fournisseurs et comptes rattachés               | 428 977           | 652 573           |
| Dettes fiscales et sociales                            | 1 203 918         | 811 131           |
| Dettes sur immobilisations et comptes rattachés        | 119 287           | 421 862           |
| Autres dettes                                          | 132 054           | 86 072            |
| <b>Total dettes diverses</b>                           | <b>1 884 236</b>  | <b>1 971 638</b>  |
| Produits constatés d'avance                            | 2 596 381         | 2 506 185         |
| <b>Total dettes</b>                                    | <b>37 657 480</b> | <b>34 396 378</b> |
| Écarts de conversion passif                            |                   |                   |
| <b>Total général</b>                                   | <b>74 727 336</b> | <b>68 892 357</b> |

### 3.3.2. Compte de résultat de l'exercice clos le 31 décembre 2023

|                                                                 | Exercice<br>2023  | Exercice<br>2022  |
|-----------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|
| Production vendue - Biens                                       |                   |                   |
| Production vendue - Services                                    | 9 945 956         | 8 985 255         |
| <b>Chiffre d'affaires nets</b>                                  | <b>9 945 956</b>  | <b>8 985 255</b>  |
| Subvention d'exploitation                                       | 1 333             | -                 |
| Reprises sur amortissements et provisions, transfert de charges | 1 825 623         | 1 680 870         |
| Autres produits                                                 | 483 305           | 90 226            |
| <b>Total des produits d'exploitation</b>                        | <b>12 256 217</b> | <b>10 756 351</b> |
| <b>CHARGES EXTERNES</b>                                         | <b>1 585 399</b>  | <b>1 687 908</b>  |
| Impôts, taxes et versements assimilés                           | 1 294 071         | 1 510 928         |
| <b>CHARGES DE PERSONNEL</b>                                     | <b>498 741</b>    | <b>435 361</b>    |
| <b>Total charges de personnel</b>                               | <b>498 741</b>    | <b>435 361</b>    |
| <b>DOTATIONS D'EXPLOITATION</b>                                 | <b>4 646 801</b>  | <b>4 008 794</b>  |
| Autres charges d'exploitation                                   | 19 635            | 19 704            |
| <b>Total des charges d'exploitation</b>                         | <b>8 044 647</b>  | <b>7 662 695</b>  |
| <b>1 - RÉSULTAT D'EXPLOITATION</b>                              | <b>4 211 570</b>  | <b>3 093 656</b>  |
| Bénéfice attribué ou perte transférée                           |                   |                   |
| Perte supportée ou bénéfice transféré                           |                   |                   |
| <b>PRODUITS FINANCIERS</b>                                      | <b>786 413</b>    | <b>188 091</b>    |
| <b>CHARGES FINANCIÈRES</b>                                      | <b>385 891</b>    | <b>535 314</b>    |
| <b>2 - RÉSULTAT FINANCIER</b>                                   | <b>400 522</b>    | <b>(347 223)</b>  |
| <b>3 - RÉSULTAT COURANT AVANT IMPÔTS</b>                        | <b>4 612 092</b>  | <b>2 746 433</b>  |
| <b>PRODUITS EXCEPTIONNELS</b>                                   | <b>11 177</b>     | <b>703 066</b>    |
| <b>CHARGES EXCEPTIONNELLES</b>                                  | <b>842</b>        | <b>369 120</b>    |
| <b>4 - RÉSULTAT EXCEPTIONNEL</b>                                | <b>10 335</b>     | <b>333 946</b>    |
| Impôts sur les bénéfices                                        | 1 182 234         | 788 772           |
| <b>Total des produits</b>                                       | <b>13 053 808</b> | <b>11 647 506</b> |
| <b>Total des charges</b>                                        | <b>9 613 615</b>  | <b>9 355 900</b>  |
| <b>5 - BÉNÉFICE OU PERTE</b>                                    | <b>3 440 193</b>  | <b>2 291 606</b>  |

#### **4. PRESENTATION DE L'INITIATEUR**

La société COGEVAL BELGIQUE SA est une société de droit belge, dont le siège social est situé au 217 avenue de Tervueren, 1150 Bruxelles (Belgique), immatriculée sous le numéro 0826.205.319 au Registre du commerce de Bruxelles (Belgique).

COGEVAL BELGIQUE SA est une holding d'investissement, animatrice de ses participations. Elle détient le contrôle de la Société depuis le 5 mai 2011.

#### **5. DOCUMENTS MIS A LA DISPOSITION DU PUBLIC**

La Société et l'Initiateur tiennent directement à la disposition des actionnaires de la Société les derniers états financiers de la Société ainsi que la Note d'Information.

La Note d'Information ainsi que le rapport de l'Expert Indépendant sont disponibles sur le site internet de la Société : [Actualités financières | MAB \(mab-immobilier.com\)](#).

#### **6. CONTACTS**

##### **Initiateur**

Cogeval Belgique  
Alexandre LATTES  
Administrateur Délégué  
[Cogeval2@gmail.com](mailto:Cogeval2@gmail.com)  
01 88 33 42 09  
Avenue de Tervueren 217, 1150 Bruxelles, Belgique

##### **Conseil**

Portzamparc BNP Paribas  
Cyrille GONTHIER  
Head of Corporate Finance  
[Cyrille.gonthier@bnpparibas.com](mailto:Cyrille.gonthier@bnpparibas.com)  
01 87 74 18 53  
16 rue de Hanovre, 75002 Paris

## **ANNEXE : RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

**OFFRE VOLONTAIRE DE RACHAT SUIVIE DU  
RETRAIT DU MARCHE EURONEXT ACCESS**

visant les actions de la société

**MAISON ANTOINE BAUD**

initiée par la société

**COGEVAL BELGIQUE SA**

**\* \* \***

**RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE**

établi par la société

**PAPER AUDIT & CONSEIL**

Paris, le 4 décembre 2024

Dans le cadre de l'opération envisagée d'Offre de Rachat Volontaire (ci-après dénommée l'« **Offre** »), initiée par la société COGEVAL BELGIQUE SA, société de droit belge, dont le siège est situé au 217 avenue de Tervueren, 1150 Bruxelles (Belgique), immatriculée sous le numéro 0826 205 319 au Registre du commerce de Bruxelles (Belgique) (ci-après dénommée « **l'Initiateur** »), sur les actions de la société MAISON ANTOINE BAUD, société anonyme au capital social de 3 096 336 euros divisé en 196 321 actions ordinaires de valeur nominale de 16 euros, dont le siège social est situé 27, route du Cendre 63808 Cournon-d'Auvergne Cedex 480 et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Clermont Ferrand sous le numéro 855 201 521 (« **MAB** » ou la « **Société** »), nous avons été chargés, suite à notre désignation en qualité d'expert indépendant, de nous prononcer sur le caractère équitable du prix d'offre de 230 euros<sup>1</sup> par action MAB proposé dans le cadre de la présente Offre. L'Offre vise la totalité des actions non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit à la connaissance de l'Initiateur un nombre total maximum d'actions visées par l'Offre égal à 11 220.

Cette Offre sera suivie du retrait de la cote du marché EURONEXT ACCESS d'EURONEXT PARIS (ci-après dénommé « **EURONEXT ACCESS** ») conformément aux dispositions de l'article 3.2 alinéa 4 Livre II des règles d'EURONEXT ACCESS (les « **Règles de Marché** »).

L'Initiateur détient de concert avec la société COGEVAL FRANCE<sup>2</sup>, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est situé au 10 rue de La Grange Batelière, 75009 Paris (France), immatriculée sous le numéro 330 024 845 au Registre du commerce de Paris (France), 182 301 actions MAB sur les 193 521 composant le capital social de la Société, soit 94,20% du capital social et des droits de vote de la Société.

Il est prévu que, dans la mesure où l'Initiateur détient d'ores et déjà une participation supérieure à 90% du capital et des droits de vote de la Société, il sera demandé à EURONEXT PARIS, conformément à l'article 3.2, alinéa 4 Livre II des Règles de Marché, la radiation de la Société de sa cotation sur le marché EURONEXT ACCESS à Paris à l'issue de la période d'Offre. Par conséquent, les actions de la Société qui n'auraient pas été présentées à l'Offre resteront à l'issue de celle-ci la propriété de leur détenteur mais seront retirées de la négociation d'EURONEXT ACCESS.

Pour effectuer cette mission, nous avons pris connaissance et analysé l'ensemble des documents comptables, financiers et juridiques nécessaires à la mission. Nous nous sommes appuyés sur notre expérience dans le domaine de l'évaluation et sur notre savoir-faire dans le domaine des expertises indépendantes, qu'elles soient de nature légale ou contractuelle.

---

<sup>1</sup> L'émetteur nous a en effet communiqué le prix de rachat des actions MAB qu'il souhaite proposer dans le cadre de la présente Offre, soit 230 euros par action MAB.

<sup>2</sup> L'Initiateur détient de manière directe 100% du capital et des droits de vote de la société COGEVAL FRANCE.

## **1. PRESENTATION DE PAPER AUDIT & CONSEIL**

La société Paper Audit & Conseil est constituée d'une équipe restreinte de professionnels spécialisés dans les domaines liés aux normes comptables, à la modélisation et l'ingénierie financière, et à l'évaluation, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion,
- missions contractuelles : consultations comptables, évaluation (entreprises, actifs incorporels, passifs sociaux, instruments financiers, etc.), arbitrage.

Nous avons acquis, dans le domaine des sociétés cotées, une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière et l'émission d'un jugement.

Nous disposons des moyens techniques et opérationnels nécessaires à l'exécution de nos missions ; pour les besoins de l'ensemble de nos missions d'évaluation, nous utilisons la base de données financières S&P Global Market Intelligence.

## **2. INDEPENDANCE**

Le cabinet Paper Audit & Conseil n'a jamais été mandaté par la Société, ni par ses actionnaires, pour réaliser une mission d'expertise, d'évaluation ou de conseil. Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans le cadre de la présente mission.

## **3. DILIGENCES EFFECTUÉES**

La présente mission a été menée par Xavier Paper et son équipe et s'est déroulée entre le 5 novembre 2024 et le 4 décembre 2024, date de remise de notre rapport.

L'équipe affectée à la mission est composée des deux personnes suivantes :

- Xavier Paper (62 ans) – ESC Rouen, expert-comptable, commissaire aux comptes - réalise régulièrement des missions d'évaluation, de commissariat aux apports et à la fusion, ainsi que des missions de consulting comptable.
- Patrick Grinspan (58 ans) – ingénieur AgroParisTech, Master Stratégie et Expertise Financières (CNAM) - réalise des missions d'évaluation et de modélisation financières.

Elle a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Acceptation de la mission,
- Prise de connaissance des informations nécessaires à la compréhension de l'opération, de son cadre juridique et à l'évaluation des actions de la Société,
- Prise de connaissance des informations qui nous ont été communiquées, en particulier celles de nature comptable et financière,

- Discussions avec les dirigeants de la Société portant sur les éléments d'appréciation de la valeur des actions de la Société,
- Constitution d'un échantillon de sociétés cotées comparables à la Société,
- Analyse de l'évaluation de la Société établie par les représentants de la société PORTZAMPARC,
- Mise en œuvre par le cabinet Paper Audit & Conseil de l'évaluation des actions de la Société,
- Rédaction du rapport du cabinet Paper Audit & Conseil.

Enfin, il est important de noter que, conformément à la pratique dans le domaine des expertises indépendantes, nous n'avons pas procédé à un audit des données historiques qui nous ont été transmises. En outre, s'agissant des données prévisionnelles, nous nous sommes limités à en vérifier la cohérence et la pertinence au travers d'entretiens avec les dirigeants de la Société et par recoupements d'informations entre elles.

#### **4. LISTE DES DOCUMENTS MIS A NOTRE DISPOSITION**

Pour les besoins de notre mission, nous avons utilisé les documents et informations mis à notre disposition par la Société. Les principaux documents utilisés ont été les suivants :

- Présentation d'éléments de valorisation de la Société établis par la société PORTZAMPARC en date du 31 octobre 2024,
- Business plan de la Société en date d'octobre 2024 (compte de résultat et bilan prévisionnels),
- Comptes annuels de la Société au titre des exercices clos les 31 décembre 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023,
- Liste détaillée des actifs immobiliers détenus par la Société comprenant les dernières valeurs locatives,
- Tableau des acquisitions réalisées par la Société entre 2015 et 2024 avec le taux de rendement implicite,
- Tableau des cessions réalisées par la Société entre 2015 et 2024 avec le taux de rendement implicite,
- Extrait du procès-verbal du conseil d'administration de la Société en date du 19 octobre 2023,
- Plaquette de présentation de la Société,
- Audit énergétique Parc Lavoisier bâtiment A en date d'août 2022,
- Audit énergétique Parc Lavoisier bâtiment B en date d'août 2022,
- Audit énergétique Parc Lavoisier bâtiment C en date d'août 2022,
- Audit énergétique du bâtiment Cournon Ader en date du 9 août 2023,
- Audit énergétique du bâtiment Cournon d'Auvergne en date du 26 juin 2023,



- Audit énergétique du Complexe 7-9 Libération en date du 29 septembre 2022,
- Audit énergétique du bâtiment de Villebon Sur Yvette en date de juillet 2023,
- Fichier Excel détaillant l'évolution des créances clients entre 2017 et 2023,
- Fichier Excel détaillant l'évolution des dettes fiscales et sociales entre 2017 et 2023
- Projet de note d'information en date du 25 novembre 2024.

Pour les données de marché nécessaires à l'évaluation de la Société, nous nous sommes principalement appuyés sur la base de données financières S&P Global Market Intelligence.

## **5. INTERLOCUTEURS RENCONTRES**

Dans le cadre de notre mission, nous avons rencontré et/ou échangé avec les représentants de la Société ainsi qu'avec ses conseils.

Pour la Société :

- Monsieur Alexandre Lattes, Président du conseil d'administration,
- Monsieur Nicolas Brossier, Directeur général délégué,
- Monsieur Denis Bodin, Administrateur, Membre du comité spécial de suivi du projet de sortie de cote et Directeur général de la société LIBERTY MANAGEMENT,
- Madame Annie Dugrenier, Responsable administrative,

Pour la société PORTZAMPARC :

- Monsieur Cyrille Gonthier, Head of Corporate finance,
- Madame Capucine Metayer, VP Corporate finance,
- Monsieur Arnaud Despre, Sell-side Equity analyst.

## **6. CONTEXTE ET PRESENTATION DE LA SOCIETE**

### **6.1. CONTEXTE ET PRESENTATION**

MAB est une société anonyme à conseil d'administration au capital social de 3 096 336 euros, divisé en 193 521 actions de 16 euros de nominal chacune, dont le siège social est situé dont le siège social est situé 27, route du Cendré 63808 Cournon-d'Auvergne Cedex 480 et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Clermont Ferrand sous le numéro 855 201 521.

A date du présent rapport, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société est la suivante :

| Actionnaire               | Nombre de titres | % du capital   |
|---------------------------|------------------|----------------|
| COGEVAL FRANCE            | 152 112          | 78.60%         |
| COGEVAL BELGIQUE          | 30 189           | 15.60%         |
| <b>Sous-total Concert</b> | <b>182 301</b>   | <b>94.20%</b>  |
| Public                    | 11 220           | 5.80%          |
| <b>Total</b>              | <b>193 521</b>   | <b>100.00%</b> |

La Société a été créée en 1864, à Clermont-Ferrand. Quincaillerie à l'origine, elle a évolué, avec les années, vers divers métiers de distribution « Grossistes ». Après la deuxième guerre mondiale, la Société est devenue une holding abritant de nombreuses activités, dont :

- la distribution de produits métallurgiques (grossiste en métaux ferreux et non ferreux) de produits de second œuvre pour le bâtiment (grossistes),
- la distribution de produits pétroliers (licence d'importation et de distribution en partenariat avec TOTAL – COMPAGNIE FRANCAISE DE DISTRIBUTION),
- la distribution de produits de quincaillerie, ménage, vaisselle, verrerie, loisirs, plein-air (grossiste),
- l'exploitation d'une chaîne de magasins de bricolage,
- la fabrication d'armatures pour le béton armé.

En 1986, les activités d'exploitation connaissent des fortunes diverses imposant une réorientation stratégique majeure : les activités opérationnelles susvisées ont été cédées par morceau afin de ne conserver que les actifs immobiliers au sein de la holding. Cette date marque la naissance de MAB en tant que foncière, les actifs des exploitations étant la base de cette mutation. Les nouveaux actionnaires réorientent alors l'activité de l'entreprise vers une gestion patrimoniale et transforment MAB en société de gestion et d'investissement en immobilier d'entreprise.

A date, la Société est composée d'une équipe de 5 personnes et exploite 43 sites : 21 à Clermont Métropole, 4 à Lyon Métropole, 1 à Valence, 1 à Grenoble, 2 à Marseille, 1 à Orléans, 5 en Ile-de-France, 1 à Le Mans, 1 à Rennes et 1 à Lille (liste non exhaustive). A cela s'ajoute les 2 sites des filiales SNC FTS et SNC BERGES ST DENIS. Le nombre de locataires s'élève quant à lui à 130 à la date du présent rapport. Les actifs immobiliers détenus par la Société se répartissent de la façon suivante :

Composition du parc MAB+FTS

|                                | Surface                      | %             | Loyers HT           | %             |
|--------------------------------|------------------------------|---------------|---------------------|---------------|
| Locaux d'activité et entrepôts | 137 593 m <sup>2</sup>       | 83,2%         | 8 862 530 €         | 75,1%         |
| Bureaux (purs)                 | 16 078 m <sup>2</sup>        | 9,7%          | 1 357 973 €         | 11,5%         |
| Commerces                      | 11 571 m <sup>2</sup>        | 7,0%          | 1 498 455 €         | 12,7%         |
| Autres                         | 45 m <sup>2</sup>            | 0,0%          | 82 816 €            | 0,7%          |
| <b>Total</b>                   | <b>165 288 m<sup>2</sup></b> | <b>100,0%</b> | <b>11 801 774 €</b> | <b>100,0%</b> |

La Société est clairement orientée vers l'exploitation de locaux d'activité, le parc représentant globalement 165 mille mètres carrés. Nous sommes en présence d'une société foncière de taille modeste comparée à la plupart de ses homologues

cotées. La Société n'a pas le statut SIIC (Société d'investissement immobilier cotée).

Depuis 2019, propulsé par le Grenelle de l'Environnement de 2009 et concrétisé par la loi n° 2018-1021 du 23 novembre 2018 (telle que modifiée par la loi du 23 juillet 2023) portant sur l'Évolution du bâtiment, de l'aménagement et du numérique (loi ELAN), le gouvernement français a mis en place un décret visant à réduire la consommation d'énergie finale pour les bâtiments tertiaires<sup>3</sup>. Ce décret, entré en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2019, est le décret n° 2019-771 du 23 juillet 2019 relatif « aux obligations d'actions de réduction de la consommation d'énergie finale dans des bâtiments à usage tertiaire », appelé décret tertiaire, et dont un premier arrêté datant du 10 avril 2020 relatif aux obligations d'actions de réduction de la consommation d'énergie finale des bâtiments à usage tertiaire précise certaines dispositions relatives à l'application dudit décret. Ainsi, les propriétaires et occupants de bâtiments à usage tertiaire privés ou publics sont concernés par cette réglementation si la surface de plancher du ou des sites est supérieure ou égale à 1000 m<sup>2</sup> et répartie sur un ou plusieurs bâtiments ayant la même unité foncière. Cette nouvelle réglementation impose de réduire la consommation d'énergie finale selon les objectifs fixés par l'article L 174-1 du code de la construction et de l'habitation qui en substance peuvent être résumés comme suit :

- réduire de 40% d'ici 2030, 50% d'ici 2040 et 60% d'ici 2050 la consommation énergétique finale du bâtiment par rapport à une année de référence qui ne peut être antérieure à l'année 2010 ;
- ou atteindre un niveau de consommation énergétique fixé en valeur absolue pour chaque type d'activité.

Cette réglementation a commencé à produire ses effets, la majeure partie des acteurs de l'immobilier tertiaire ayant engagé des investissements destinés à la rénovation énergétique de leurs bâtiments.

S'agissant plus spécifiquement de la Société, qui détient des bâtiments tertiaires « non éternels<sup>4</sup> », situés généralement hors agglomération<sup>5</sup>, ce décret implique la reconstruction à neuf de certains bâtiments, cette voie constituant souvent une option plus avantageuse économiquement que celle consistant à les rénover, avec pour conséquence des investissements significatifs sur une durée longue<sup>6</sup>. En effet, un certain nombre d'actifs de la Société, construits il y a plus de 30 ans, sont aujourd'hui dans un état d'usage avancé et ne correspondent plus aux attentes du

---

<sup>3</sup> Il s'agit des bâtiments de plus de 1000 m<sup>2</sup> hébergeant des activités non résidentielles, c'est-à-dire des activités économiques ou publiques qui ne sont pas destinées à l'habitation. En pratique, cela concerne donc les bureaux, les commerces, les entrepôts et plateformes logistiques, les hôtels et hébergements touristiques exploités à des fins commerciales, etc.

<sup>4</sup> MAB est une société foncière, qui gère pour l'essentiel des biens immobiliers tertiaires ayant vocation à être détruits puis reconstruits au terme de leur durée de vie. S'agissant de ce dernier point, la Société peut être considérée comme une foncière doublée d'une activité de promotion pour compte propre.

<sup>5</sup> La Société cible les zones d'activités économiques en périphéries des grandes villes, historiquement autour de la région clermontoise.

<sup>6</sup> La Société détient en effet 45 biens immobiliers à date (en ce inclus les SNC FTS et BERGES DENIS). La très large majorité de ces sites sont concernés par le décret tertiaire.

marché : manque de hauteur, présence d'amiante, mauvaise performance énergétique. Leur rénovation serait en conséquence trop coûteuse et non rentable. Les représentants de la Société prévoient donc à court ou moyen terme une restructuration complète de ces actifs, avec démolition de l'existant et reconstruction à neuf, dès le départ des locataires et la libération de chaque site. Les montants d'investissement prévus sur ces actifs sont de 17,1 millions d'euros en 2027 et 5,2 millions d'euros en 2028.

Plus généralement, la Société prévoit jusqu'en 2028 des investissements au titre du décret tertiaire à hauteur de 1,5 million d'euros par an. Ces investissements pourraient s'avérer plus importants au-delà, les objectifs de réduction étant en effet plus contraignants au cours du temps. Au-delà de l'horizon explicite du business plan, pour les besoins de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, nous avons dimensionné les investissements au titre de décret tertiaire à hauteur de 1,8 million d'euros par an (cf. infra §.7.1) sur la base de nos échanges avec les représentants de la Société.

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre la possibilité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à un prix attractif alors même que la liquidité des actions en circulation est quasi inexistante sur le marché Euronext Access. En outre, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 13,9% et 16,8% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes respectivement 1 mois et 6 mois précédant la dernière cotation en date du 29 novembre 2024. L'Initiateur attire enfin l'attention des actionnaires de la Société sur l'absence de liquidité qui caractérisera les actions en cas de radiation des actions MAB de la négociation sur Euronext Access.

## 6.2. PERFORMANCES FINANCIERES HISTORIQUES

| Bilan MAB <sup>1</sup> (€)                                  | 31-déc.-17        | 31-déc.-18        | 31-déc.-19        | 31-déc.-20        | 31-déc.-21        | 31-déc.-22        | 31-déc.-23        |
|-------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Frais de développement                                      |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Concessions, brevets et droits similaires                   |                   | 3 936             | 2 993             | 2 050             | 1 107             | 285               | 0                 |
| Autres immobilisations incorporelles                        |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>Immobilisations incorporelles</b>                        | <b>0</b>          | <b>3 936</b>      | <b>2 993</b>      | <b>2 050</b>      | <b>1 107</b>      | <b>285</b>        | <b>0</b>          |
| Terrains                                                    | 12 117 715        | 14 004 754        | 16 375 920        | 15 642 336        | 16 219 804        | 19 094 698        | 18 985 021        |
| Constructions                                               | 26 449 039        | 30 080 365        | 34 831 486        | 31 109 675        | 31 506 270        | 35 858 931        | 33 845 789        |
| Installations techniques, matériel et outillage industriels |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Autres immobilisations incorporelles                        | 5 209             | 25 177            | 23 621            | 16 759            | 13 611            | 7 851             | 4 046             |
| Immobilisations en cours                                    | 311 744           | 933 052           | 134 544           | 1 146 522         | 286 400           | 1 112 861         | 250 210           |
| <b>Immobilisations corporelles</b>                          | <b>38 883 707</b> | <b>45 043 348</b> | <b>51 365 571</b> | <b>47 915 292</b> | <b>48 026 085</b> | <b>56 074 341</b> | <b>53 085 066</b> |
| Autres participations                                       | 127 089           | 63 277            | 1 759             | 1 759             | 1 759             | 2 759             | 14 659            |
| Prêts                                                       |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Autres immobilisations financières                          | 62 500            |                   |                   |                   |                   |                   | 12 900            |
| <b>Immobilisations financières</b>                          | <b>189 589</b>    | <b>63 277</b>     | <b>1 759</b>      | <b>1 759</b>      | <b>1 759</b>      | <b>2 759</b>      | <b>27 559</b>     |
| <b>Actif immobilisé</b>                                     | <b>39 073 296</b> | <b>45 110 561</b> | <b>51 370 323</b> | <b>47 919 101</b> | <b>48 028 951</b> | <b>56 077 385</b> | <b>53 112 625</b> |
| Stocks                                                      |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Avances et acomptes versés sur commandes                    | 180               | 3 804             |                   |                   | 322 290           | 191 386           | 149 776           |
| Clients et comptes rattachés                                | 1 899 800         | 2 020 526         | 2 221 129         | 2 395 199         | 2 687 182         | 3 410 839         | 3 510 651         |
| Autres créances                                             | 2 172 847         | 2 323 108         | 2 574 232         | 2 190 936         | 3 451 455         | 2 147 270         | 1 702 565         |
| Débiteurs divers                                            |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Valeurs mobilières de placement                             | 210 943           | 205 646           | 199 449           | 90 773            | 679 436           | 506 779           | 426 740           |
| Disponibilités                                              | 2 586 936         | 5 343 670         | 3 257 887         | 9 718 318         | 7 595 874         | 6 534 311         | 15 799 165        |
| Charges constatées d'avance                                 | 167 326           | 179 228           | 24 288            | 28 255            | 19 734            | 15 522            | 25 815            |
| <b>Actif circulant</b>                                      | <b>7 038 032</b>  | <b>10 075 982</b> | <b>8 276 985</b>  | <b>14 423 481</b> | <b>14 755 971</b> | <b>12 806 107</b> | <b>21 614 712</b> |
| <b>ACTIF</b>                                                | <b>46 111 328</b> | <b>55 186 543</b> | <b>59 647 308</b> | <b>62 342 582</b> | <b>62 784 922</b> | <b>68 883 492</b> | <b>74 727 337</b> |

<sup>1</sup> Source MAB

| Bilan MAB <sup>1</sup> (€)                             | 31-déc.-17        | 31-déc.-18        | 31-déc.-19        | 31-déc.-20        | 31-déc.-21        | 31-déc.-22        | 31-déc.-23        |
|--------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Capital social                                         | 3 096 336         | 3 096 336         | 3 096 336         | 3 096 336         | 3 096 336         | 3 096 336         | 3 096 336         |
| Primes d'émission, de fusion, d'apport                 | 161 405           | 161 405           | 161 405           | 161 405           | 161 405           | 161 405           | 161 405           |
| Ecart de réévaluation                                  | 2 482 425         | 2 482 425         | 2 482 425         | 2 482 425         | 2 482 425         | 2 482 425         | 2 482 425         |
| Réserve légale                                         | 322 568           | 322 568           | 322 568           | 322 568           | 322 568           | 322 568           | 322 568           |
| Réserves statutaires ou contractuelles                 | 1 130 398         | 1 130 398         | 1 130 398         | 1 130 398         | 1 130 398         | 1 130 398         | 1 130 398         |
| Réserves réglementaires                                |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Autres réserves                                        | 14 575 698        | 15 312 334        | 17 529 874        | 18 458 752        | 21 442 380        | 22 494 939        | 23 818 940        |
| Report à nouveau                                       | 2 500 000         | 2 500 000         | 2 500 000         | 2 500 000         | 2 500 000         | 2 500 000         | 2 500 000         |
| Résultat de l'exercice                                 | 1 278 495         | 3 185 145         | 1 470 737         | 4 338 275         | 1 826 642         | 2 291 606         | 3 440 193         |
| Provisions réglementées                                | 6 245             | 6 862             | 8 262             | 12 855            | 13 070            | 16 302            | 16 691            |
| <b>Capitaux propres</b>                                | <b>25 553 570</b> | <b>28 197 473</b> | <b>28 702 005</b> | <b>32 503 014</b> | <b>32 975 224</b> | <b>34 495 979</b> | <b>36 968 956</b> |
| Provisions pour risques                                | 324 000           | 81 000            |                   |                   |                   |                   | 14 400            |
| Provisions pour charges                                |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 86 900            |
| Emprunts obligataires convertibles                     |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit | 16 036 869        | 21 204 998        | 26 245 796        | 23 834 246        | 24 402 299        | 27 766 362        | 30 909 416        |
| Emprunts et dettes divers                              | 1 736 910         | 1 486 452         | 1 735 151         | 1 783 251         | 1 865 612         | 2 152 193         | 2 267 447         |
| Dettes fournisseurs et comptes rattachés               | 217 062           | 536 690           | 196 017           | 245 505           | 412 678           | 652 562           | 428 977           |
| Dettes fiscales et sociales                            | 494 952           | 1 447 811         | 668 497           | 1 690 962         | 619 418           | 811 131           | 1 203 918         |
| Dettes sur immobilisations et comptes rattachés        | 183 190           | 393 724           | 62 009            | 183 398           | 196 729           | 421 862           | 119 287           |
| Autres dettes                                          | 73 098            | 95 426            | 77 936            | 129 748           | 198 756           | 77 219            | 132 054           |
| Produits constatés d'avance                            | 1 491 676         | 1 742 967         | 1 959 895         | 1 972 458         | 2 114 203         | 2 506 185         | 2 596 381         |
| <b>PASSIF</b>                                          | <b>46 111 327</b> | <b>55 186 541</b> | <b>59 647 306</b> | <b>62 342 582</b> | <b>62 784 919</b> | <b>68 883 493</b> | <b>74 727 736</b> |

<sup>1</sup> Source MAB

| Compte de résultat MAB <sup>1</sup> (€)                          | 31-déc.-17       | 31-déc.-18       | 31-déc.-19       | 31-déc.-20       | 31-déc.-21       | 31-déc.-22        | 31-déc.-23        |
|------------------------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| Production vendue de biens                                       |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                   |
| Production vendue de services                                    | 7 159 863        | 7 578 940        | 8 476 249        | 7 538 390        | 8 226 490        | 8 985 255         | 9 945 956         |
| <b>Chiffre d'affaires</b>                                        | <b>7 159 863</b> | <b>7 578 940</b> | <b>8 476 249</b> | <b>7 538 390</b> | <b>8 226 490</b> | <b>8 985 255</b>  | <b>9 945 956</b>  |
| Production immobilisée                                           |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                   |
| Subventions d'exploitation                                       |                  |                  |                  |                  |                  |                   | 1 333             |
| Reprises sur amortissements et provisions, transferts de charges | 230 847          | 387 279          | 150 393          | 1 441 106        | 1 542 297        | 1 680 870         | 1 825 623         |
| Autres produits                                                  | 76 565           | 1 492            | 51 196           | 547              | 313              | 90 226            | 483 305           |
| <b>Produits d'exploitation</b>                                   | <b>7 467 275</b> | <b>7 967 711</b> | <b>8 677 838</b> | <b>8 980 043</b> | <b>9 769 100</b> | <b>10 756 351</b> | <b>12 256 217</b> |
| Achat de marchandises                                            |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                   |
| Variation de stock (marchandises)                                |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                   |
| Achat de matières premières et approvisionnements                |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                   |
| Variation de stock (matières premières et approvisionnements)    |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                   |
| Autres achats et charges externes                                | 1 094 505        | 1 188 152        | 1 413 040        | 1 333 449        | 1 784 984        | 1 687 908         | 1 585 399         |
| Impôts, taxes et versements assimilés                            | 1 221 627        | 1 346 006        | 1 216 654        | 1 254 605        | 1 231 729        | 1 510 928         | 1 294 071         |
| Salaires et traitements                                          | 275 257          | 312 451          | 339 225          | 400 861          | 274 368          | 303 308           | 349 170           |
| Charges sociales                                                 | 117 036          | 132 624          | 144 962          | 174 639          | 121 357          | 132 053           | 149 571           |
| Dotations aux amortissements                                     | 2 590 839        | 2 645 739        | 3 318 011        | 3 556 911        | 3 653 155        | 3 928 686         | 4 349 800         |
| Dotations aux dépréciations des actifs circulants                |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                   |
| Dotations aux provisions sur actifs circulants                   | 43 074           | 151 961          | 50 724           | 25 604           | 10 455           | 80 108            | 196 101           |
| Dotations aux provisions pour risques et charges                 | 243 000          |                  |                  |                  |                  |                   | 100 900           |
| Autres charges                                                   | 70 257           | 133 322          | 104 095          | 20 609           | 35 097           | 19 704            | 19 635            |
| <b>Résultat d'exploitation</b>                                   | <b>1 811 680</b> | <b>2 057 456</b> | <b>2 091 127</b> | <b>2 213 365</b> | <b>2 657 955</b> | <b>3 093 656</b>  | <b>4 211 570</b>  |
| <b>Bénéfice attribué ou perte transférée</b>                     | <b>144 300</b>   | <b>468 238</b>   |                  |                  |                  |                   |                   |
| <b>Perte supportée ou bénéfice transféré</b>                     |                  |                  | <b>421</b>       |                  |                  |                   |                   |
| Produits financiers                                              | 270 901          | 231 579          | 370 938          | 928 014          | 266 948          | 188 090           | 786 413           |
| Charges financières                                              | 348 493          | 340 541          | 439 817          | 415 696          | 484 275          | 535 314           | 385 891           |
| <b>Résultat financier</b>                                        | <b>-77 592</b>   | <b>-108 962</b>  | <b>-68 879</b>   | <b>512 318</b>   | <b>-217 327</b>  | <b>-347 224</b>   | <b>400 522</b>    |
| <b>Résultat courant avant impôt</b>                              | <b>1 878 388</b> | <b>2 416 732</b> | <b>2 021 827</b> | <b>2 725 683</b> | <b>2 440 628</b> | <b>2 746 432</b>  | <b>4 612 092</b>  |
| Produits exceptionnels                                           | 24 799           | 4 124 756        | 163 855          | 4 773 398        | 113 490          | 703 065           | 11 177            |
| Charges exceptionnelles                                          | 28 988           | 1 927 437        | 73 014           | 1 482 805        | 70 081           | 369 120           | 842               |
| <b>Résultat exceptionnel</b>                                     | <b>-4 189</b>    | <b>2 197 319</b> | <b>90 841</b>    | <b>3 290 593</b> | <b>43 409</b>    | <b>333 945</b>    | <b>10 335</b>     |
| Impôts sur les bénéfices                                         | 595 704          | 1 428 905        | 641 929          | 1 678 000        | 657 396          | 788 772           | 1 182 234         |
| <b>Résultat net</b>                                              | <b>1 278 495</b> | <b>3 185 146</b> | <b>1 470 739</b> | <b>4 338 276</b> | <b>1 826 641</b> | <b>2 291 605</b>  | <b>3 440 193</b>  |

<sup>1</sup> Source MAB

| (€)                              | 31-déc.-17        | 31-déc.-18        | 31-déc.-19        | 31-déc.-20        | 31-déc.-21        | 31-déc.-22        | 31-déc.-23        |
|----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Actif immobilisé                 | 39 073 296        | 45 110 561        | 51 370 323        | 47 919 101        | 48 028 951        | 56 077 385        | 53 112 625        |
| Besoin en fonds de roulement     | 1 639 365         | 622 772           | 1 917 304         | 575 717           | 3 135 606         | 1 717 920         | 926 177           |
| <b>ACTIF</b>                     | <b>40 712 661</b> | <b>45 733 333</b> | <b>53 287 627</b> | <b>48 494 818</b> | <b>51 164 557</b> | <b>57 795 305</b> | <b>54 038 802</b> |
| Chiffre d'affaires               | 7 578 940         | 8 476 249         | 7 538 390         | 8 226 490         | 8 226 490         | 8 985 255         | 9 945 956         |
| Besoin en fonds de roulement (%) | 21,6%             | 7,3%              | 25,4%             | 7,0%              | 38,1%             | 19,1%             | 9,3%              |
| Moyenne                          | 18,3%             |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Médiane                          | 19,1%             |                   |                   |                   |                   |                   |                   |

La Société établit ses comptes annuels conformément au règlement français ANC n° 2014-03 et à ceux ANC n° 2015-06, n° 2016-07 et n° 2018-07. Les trois filiales SNC FTS, SNC BERGES ST DENIS et SAS MAB-WATT, détenues à hauteur de respectivement de 99%, 50% et 34% du capital par la Société, ne sont donc pas consolidées.

De manière synthétique, sur les 7 dernières années, nous constatons :

- une augmentation régulière du chiffre d'affaires de 5,6% par an, qui évolue de 7,2 millions d'euros en 2017 à 9,9 millions d'euros à fin 2023, résultant plus particulièrement des acquisitions réalisées pendant cette période ;
- une augmentation de l'excédent brut d'exploitation (EBE) de 11,2% par an, qui évolue de 4,7 millions d'euros en 2017 à 8,9 millions d'euros à fin 2023 ;

- une augmentation du résultat d'exploitation (REX) de 15,1% par an, qui évolue de 1,8 million d'euros en 2017 à 4,3 millions d'euros à fin 2023 ;
- une augmentation des capitaux employés entre 2017 et 2023 qui évoluent de 40,7 millions d'euros à 54,0 millions, correspondant à une hausse de 4,8% par an.

### Taux de marge opérationnelle

Le tableau ci-dessous présente le taux de marge opérationnelle, avant et après dotations aux amortissements et provisions, sur la période 2017-2023 :

| Compte de résultat MAB <sup>1</sup> (€)           | déc.-17   | déc.-18   | déc.-19   | déc.-20   | déc.-21   | déc.-22   | déc.-23   |
|---------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Résultat d'exploitation                           | 1 811 680 | 2 057 456 | 2 091 127 | 2 213 365 | 2 657 955 | 3 093 656 | 4 211 570 |
| Résultat d'exploitation (%)                       | 25,3%     | 27,1%     | 24,7%     | 29,4%     | 32,3%     | 34,4%     | 42,3%     |
| Moyenne                                           | 30,8%     |           |           |           |           |           |           |
| Médiane                                           | 29,4%     |           |           |           |           |           |           |
| Dotations aux amortissements                      | 2 590 839 | 2 645 739 | 3 318 011 | 3 556 911 | 3 653 155 | 3 928 686 | 4 349 800 |
| Dotations aux dépréciations des actifs circulants | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Dotations aux provisions sur actifs circulants    | 43 074    | 151 961   | 50 724    | 25 604    | 10 455    | 80 108    | 196 101   |
| Dotations aux provisions pour risques et charges  | 243 000   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 100 900   |
| Excédent brut d'exploitation                      | 4 688 593 | 4 855 156 | 5 459 862 | 5 795 880 | 6 321 565 | 7 102 450 | 8 858 371 |
| Excédent brut d'exploitation (%)                  | 65,5%     | 64,1%     | 64,4%     | 76,9%     | 76,8%     | 79,0%     | 89,1%     |
| Moyenne                                           | 73,7%     |           |           |           |           |           |           |
| Médiane                                           | 76,8%     |           |           |           |           |           |           |

Globalement, le taux de marge opérationnelle (résultat d'exploitation / chiffre d'affaires) ressort à environ 30% sur longue période tandis que le taux d'EBE se situe à 74%. L'écart entre ces deux soldes intermédiaires de gestion (SIG) correspond aux dotations aux amortissements, significatives, qui évoluent à la hausse entre 2017 et 2023 de 2,6 millions d'euros à 4,3 millions d'euros.

### Investissements

Les immobilisations correspondent pour l'essentiel aux biens détenus par la Société, présentés à l'actif du bilan selon la méthode par composants. Au 31 décembre 2023, les immobilisations corporelles s'élèvent à 53,1 millions d'euros réparties entre « terrains » à hauteur de 19,0 millions d'euros et « construction » à hauteur de 34,1 millions d'euros (en ce inclus les « immobilisations en cours »). Les immobilisations corporelles sont évaluées au coût historique hormis les biens existants antérieurement au 1<sup>er</sup> janvier 1991 qui ont été réévalués en fonction de leur valeur vénale à cette même date sur la base des rapports d'expertises immobilières réalisées à cet effet.

Sur la période 2017-2023, les investissements nets des cessions se sont élevés à 30,5 millions d'euros, à hauteur de 39,9 millions d'euros pour les investissements (acquisitions, reconstruction, rénovation) et 9,4 millions d'euros pour les cessions, soit un montant net moyen de 4,4 millions d'euros par an. Comme précisé au paragraphe 6.1, la Société est une foncière qui comprend en son sein une activité de promotion pour compte propre dans la mesure où la Société identifie des terrains propices à la construction de bâtiments, conduit les travaux puis se charge de trouver un locataire. De surcroît, les biens détenus font également et régulièrement l'objet d'une mise à niveau technique pour répondre aux normes en vigueur, voire d'une reconstruction au terme de leur durée d'utilité, ce qui explique au moins pour partie les montants de capex significatifs susvisés. A cet égard, précisons que la Société anticipe un montant de capex additionnels compris entre 1,5 million d'euros et 2 millions d'euros par an pour les années à venir au titre du décret tertiaire.

Comme précisé au paragraphe 4 du présent rapport, la Société nous a communiqué un tableau qui recense les acquisitions qu'elle a réalisées entre 2015 et 2024 accompagné du taux de rendement implicite correspondant. Le tableau ci-après, construit à partir de celui précité, présente quant à lui les montants investis année par année. Les années 2018, 2019 et 2022 apparaissent être des exercices caractérisés par des investissements significatifs avec pour conséquence une augmentation forte constatée des dotations aux amortissements entre 2018 et 2020 et entre 2021 et 2023.

| Année | Libellé              | Montants            |
|-------|----------------------|---------------------|
| 2015  | Acquisitions en 2015 | 6 655 456 €         |
| 2016  | Acquisitions en 2016 | 4 879 439 €         |
| 2017  | Acquisitions en 2017 | 3 691 589 €         |
| 2018  | Acquisitions en 2018 | 10 813 907 €        |
| 2019  | Acquisitions en 2019 | 8 400 271 €         |
| 2020  | Acquisitions en 2020 | 0 €                 |
| 2021  | Acquisitions en 2021 | 3 236 449 €         |
| 2022  | Acquisitions en 2022 | 10 071 963 €        |
| 2023  | Acquisitions en 2023 | 2 301 869 €         |
| 2024  | Acquisitions en 2024 | 9 764 486 €         |
|       | <b>Total</b>         | <b>59 815 428 €</b> |

#### Besoin en fonds de roulement (BFR)

Les loyers sont facturés trimestriellement au début du mois qui précède leur exigibilité (à titre d'illustration, les loyers du premier trimestre 2024, exigibles le 1<sup>er</sup> janvier 2024, ont été facturés puis envoyés début décembre 2023). Il en résulte un BFR, structurellement positif, cyclique, marqué par des montants de créances clients, de dettes fiscales (TVA principalement) et des produits constatés d'avance significatifs, les loyers étant en effet exigibles en début de trimestre. Sur la base des comptes annuels de la période 2017-2023, le BFR ressort à 18% du chiffre d'affaires en moyenne.

#### Endettement net

Comme cela est généralement le cas pour les sociétés foncières, le niveau d'endettement financier de la Société est significatif. Nous relevons néanmoins un niveau d'endettement net relativement contenu (par rapport à la moyenne des foncières) avec un *gearing* qui évolue légèrement à la baisse entre 2017 et 2023 de 0,59 à 0,46. Au 31 décembre 2023, l'endettement net s'élève à 17,1 millions d'euros (pour 37,0 millions d'euros de capitaux propres) correspondant à 33,2 millions d'euros de dettes financières sous déduction de 16,2 millions d'euros de trésorerie<sup>7</sup> (la trésorerie propre est probablement un peu plus faible, certains des loyers du premier trimestre 2024 ayant déjà été encaissés par la Société à fin 2023). Le montant de 33,2 millions d'euros de dettes financières comprend les emprunts bancaires à hauteur de 30,9 millions d'euros et les dépôts de garantie des locataires à hauteur de 2,3 millions d'euros.

<sup>7</sup> Soit 15,8 millions d'euros de disponibilités et 0,4 million d'euros de valeurs mobilières de placement.



| (€)              | 31-déc.-17        | 31-déc.-18        | 31-déc.-19        | 31-déc.-20        | 31-déc.-21        | 31-déc.-22        | 31-déc.-23        |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Capitaux propres | 25 553 570        | 28 197 473        | 28 702 005        | 32 503 014        | 32 975 224        | 34 495 979        | 36 968 956        |
| Endettement net  | 15 159 090        | 17 535 858        | 24 585 620        | 15 991 804        | 18 189 330        | 23 299 327        | 17 070 245        |
| <b>PASSIF</b>    | <b>40 712 660</b> | <b>45 733 331</b> | <b>53 287 625</b> | <b>48 494 818</b> | <b>51 164 554</b> | <b>57 795 306</b> | <b>54 039 201</b> |
| Gearing          | 0,59              | 0,62              | 0,86              | 0,49              | 0,55              | 0,68              | 0,46              |

A titre d'information, nous relevons qu'à fin décembre 2023, l'endettement net représente un peu moins de 2 fois l'EBE traduisant plutôt un faible risque de solvabilité.

## 7. EVALUATION DE LA SOCIETE

A l'instar de la pratique observée en matière d'expertise indépendante dans le cadre de la réglementation AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères pour valoriser les actions de la Société. Celle-ci repose sur plusieurs méthodologies : à titre principal, **(1)** l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF<sup>8</sup>), **(2)** la méthode de capitalisation d'un revenu et, à titre secondaire, **(3)** la référence au cours de bourse, **(4)** l'actif net comptable et **(5)** la méthode des comparables boursiers.

Les méthodes de valorisation que nous avons écartées sont les suivantes :

### 1) La méthode du rendement

Cette méthode consiste à valoriser directement les capitaux propres de la Société sur la base de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Quoique la Société distribue de façon régulière des dividendes, nous n'avons néanmoins pas retenu cette méthode de valorisation dans la mesure où elle est redondante avec celle de la méthode par capitalisation et celle de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles.

### 2) La méthode des transactions comparables

Pour les mêmes raisons que celles évoquées pour la méthode des comparables boursiers (cf. infra §.7.5), nous avons écarté cette méthode de valorisation. En outre, nous n'avons pas identifié d'opérations récentes sur des cibles comparables à la Société.

### 3) La référence aux objectifs des analystes financiers

Le titre MAB n'étant suivi par aucun analyste financier, nous n'avons donc pas retenu cette référence de valorisation.

Tous nos calculs ont été réalisés sur la base du nombre d'actions au 31 décembre 2023, soit 193 521.

## 7.1. METHODE DE L'ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLE

Selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la valeur présente de ses flux de trésorerie d'exploitation<sup>9</sup>, actualisés au taux de rentabilité exigé par les apporteurs de fonds, sous déduction de l'endettement net à la date d'évaluation. Cette approche de valorisation

<sup>8</sup> Discounted Cash Flow.

<sup>9</sup> Soit, avant rémunération des apporteurs de fonds, créanciers et actionnaires.

dite « intrinsèque » repose sur l'hypothèse d'une valeur des capitaux propres fondée sur la profitabilité future de la société à évaluer.

### 7.1.1. Analyse du business plan

Le management de la Société nous a transmis son business plan, élaboré sur l'horizon 2024 -2028, afin que nous puissions mettre en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

Les prévisions d'exploitation résultent notamment des hypothèses structurantes suivantes :

- une croissance globale moyenne actuarielle du chiffre d'affaires<sup>10</sup> de 2,6% sur l'horizon 2024-2028 qui a pour origine les éléments suivants :
  - (1) une indexation attendue des loyers de l'ordre de 1,5% hors vacance et franchise de loyers.
  - (2) le taux de vacance actuel, soit 7,9% en valeur en 2024, est exceptionnellement bas en comparaison avec la plupart des foncières comparables, et la conjoncture économique actuelle devrait se traduire par une hausse de la vacance dans les années à venir. En conséquence, les prévisions prennent en compte une augmentation du taux de vacance d'environ 2% chaque année, qui évoluerait de près de 8% à date à 15% en 2028.
  - (3) aux deux points susvisés s'ajoute la vacance sur les actifs en restructuration lourde qui devrait engendrer les pertes de loyers suivantes :
    - - 1 033 k€ en 2025, 2026 et 2027,
    - - 466 k€ en 2026, 2027 et 2028,
    - - 411 k€ en 2027, 2028 et 2029,
    - - 746 k€ en 2028, 2029 et 2030,
  - acquisition d'un ensemble immobilier dénommé Métropolis auprès de TIKEHAU CAPITAL, composé de 5 sites, qui devrait apporter un complément de loyers de 973 k€ à terme,
  - achat d'un terrain à Gravanches en vue de son exploitation après construction d'un site immobilier dont la Société attend un complément de loyers de 783 k€ à terme,
  - reconstruction des sites de Lys Lez Lannoy et Courmon 9 Acilloux permettant une relocation à hauteur de respectivement 717 k€ et 946 k€ au terme de l'horizon explicite du business plan ;
- un taux de marge opérationnelle (excédent brut d'exploitation sur chiffre d'affaires) de 89,3% en 2023 qui devrait atteindre 81,5% en 2028. Cette baisse sensible a pour origine, par ordre décroissant, une augmentation des services extérieurs de près de 300 k€, des charges de personnel de 207 k€ et des taxes de 166 k€ ;
- un niveau d'investissements soutenu sur l'horizon du business plan ayant pour origine les investissements résultant de la mise aux normes liée au décret tertiaire et

---

<sup>10</sup> Le chiffre d'affaires est constitué des loyers perçus, impact de la vacance inclus, des prestations de services (prestations de gestion technique facturées par la Société à ses clients locataires conformément aux conditions du bail qui correspondent soit à un forfait [3% maximum] prévu au bail, soit à la refacturation des honoraires du gestionnaire de site mandaté par la Société) et des pertes de loyers liées aux sites en reconstruction.

ceux liés aux projets Métropolis, Gravanches, de Lys Lez Lannoy et Cournon 9 Ailloux visés plus haut. Le montant total investi entre 2024 et 2028 devrait atteindre 64,6 millions d'euros, soit un montant annuel moyen de 12,9 millions d'euros, particulièrement significatif. Les investissements au titre du décret tertiaire ont été estimés à 7,5 millions d'euros sur l'horizon 2025-2029, soit 1,5 million d'euros par an, et sont entièrement financés par l'emprunt<sup>11</sup>.

Nous relevons une diminution significative du taux de marge opérationnelle (résultat d'exploitation / chiffre d'affaires) sur l'horizon du business plan, de 43,3% en 2023 à 12,8% en 2028, liée à l'augmentation très sensible des dotations aux amortissements consécutive aux investissements attendus, décrits ci-avant ;

- et un besoin en fonds de roulement normatif structurellement positif, lié en particulier à une facturation des loyers mensuels et trimestriels envoyés aux locataires généralement 30 jours avant la date d'exigibilité.

Il convient de relever que le business plan qui nous a été transmis ne prend en compte aucune cession sur l'horizon 2024-2028.

Selon nos échanges avec le management de la Société et nos propres analyses, le business plan nous semble réaliste pour les raisons suivantes :

- la Société étant une foncière, ancienne de surcroît, son management a une visibilité assez précise et longue sur les flux de chiffres d'affaires et les coûts fixes ;
- les investissements de développement et de reconstruction indiqués dans le business plan ont déjà été planifiés par le management de la Société avec une belle visibilité sur les loyers de marché potentiels ;
- excepté le décret tertiaire déjà entériné, il n'existe pas à date d'incertitude réglementaire susceptible de se traduire par une modification substantielle des flux anticipés.

Nous avons prolongé le business plan 2024-2028 qui nous a été transmis jusqu'en 2035 (le « **Business Plan Prolongé** »), correspondant à une période explicite de 12 ans, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux de croissance respectivement de 2,5% sur la période 2029-2035 et de 1,5% pour la valeur terminale (cf. infra §.7.1.2.b),
- un taux de marge opérationnelle (résultat d'exploitation / chiffre d'affaires) qui augmente progressivement de 12,8% en 2028 à 23,7% en 2035 et de 34,5% pour la valeur terminale, égal peu ou prou s'agissant de ce dernier au taux historique constaté sur longue période,
- un montant d'investissements constant de 6,2 millions d'euros annuel à partir de 2029, niveau correspondant à la moyenne des capex constatés sur la période 2017-2023, soit 4,4 millions d'euros, auquel s'ajoute 1,8 million d'euros au titre du volume moyen des investissements attendus pour le décret tertiaire.

Nous avons mis en œuvre la méthode de valorisation basée sur l'actualisation des flux de trésorerie disponible sur la base du business plan 2024-2035 décrit ci-avant.

### 7.1.2. Principales hypothèses de valorisation

---

<sup>11</sup> Emprunt au taux de 3,95% par an sur 15 ans.

La date de démarrage de la valorisation a été fixée au 31 décembre 2023.

#### **a) Taux d'actualisation**

Le taux d'actualisation correspond au coût d'opportunité<sup>12</sup> du capital de la Société. Le taux retenu de 6,1% a été calculé, selon le MEDAF<sup>13</sup>, sur la base des paramètres suivants :

- le taux sans risque est égal à 3,10% et correspond à la moyenne du taux de l'échéance constante<sup>14</sup> de maturité 10 ans du mois de novembre 2024,
- le bêta désendetté de la Société a été fixé à 0,52<sup>15</sup>,
- la prime de risque du marché a été fixée à 5,77%, fondée sur la moyenne des primes de risque retenues par les experts indépendants dans les attestations d'équité des 12 derniers mois.

#### **b) Taux de croissance à l'infini**

Le taux de croissance à l'infini a été fixé à 1,5% soit peu ou prou le taux d'inflation prévisionnel à long terme de la zone Euro<sup>16</sup>.

#### **c) Besoin en fonds de roulement**

Le besoin en fonds de roulement retenu (BFR), exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, a été fixé à 18%, établi sur la base des comptes historiques sur la période 2017-2023 (cf. supra §.6.2).

#### **d) Taux d'imposition**

Le taux d'imposition normatif retenu, fixé à 25%, correspond au taux d'impôt en vigueur en France.

#### **e) Calcul de la valeur terminale**

La valeur terminale correspond au prix de cession du portefeuille immobilier de la Société à l'issue de la période explicite du Business Plan Prolongé, soit à fin 2035. Le prix de cession a été estimé selon l'approche de la capitalisation d'un loyer net<sup>17</sup> sur la base d'un taux de rendement de sortie égal à 8,1%, en-deçà du taux de rendement initial, égal à 9,6% (cf. infra §.7.2), et ce, afin de prendre en compte l'amélioration du portefeuille immobilier de la Société liée, en particulier, aux investissements, contraintes, découlant du décret tertiaire. Nous relevons de surcroît que les taux de rendement constatés<sup>18</sup> pour les cessions de sites immobiliers sont sensiblement inférieurs à ceux

---

<sup>12</sup> Soit le coût des fonds propres en l'absence d'endettement.

<sup>13</sup> Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers.

<sup>14</sup> Source France Trésor.

<sup>15</sup> Bêta désendetté du secteur R.E.I.T, Global (Source Damodaran au 5 janvier 2024).

<sup>16</sup> Selon le Selected Economic Indicators, 2021-26, France, l'inflation ressortirait à 1,8% en 2026 (Source FMI de juillet 2024).

<sup>17</sup> Le montant des loyers nets retenu au terme de l'année 2035 correspond au montant retenu en 2024, tel que déterminé pour les besoins de la mise en œuvre de la méthode de la capitalisation d'un revenu (cf. infra §.7.2), après application des taux de croissance annuels issus du Business Plan Prolongé sur l'horizon 2024-2035. Selon nos calculs, le montant des loyers nets retenu pour la valeur terminale ressort à 11,2 millions d'euros.

<sup>18</sup> Le taux de rendement moyen résultant des acquisitions sur la période 2015-2024 ressort à 9,6% tandis que celui résultant des opérations de cession ressort à 8,8%. En effet, comme précisé au

issus des acquisitions, soit 8,8% en moyenne, justifiant selon nous de retenir un taux sensiblement plus bas.

#### f) Eléments de calcul de l'endettement net

Le tableau ci-après détaille le calcul de l'endettement net au 31 décembre 2023 :

| <i>en milliers d'euros</i>                                 | <b>déc.-23</b> |
|------------------------------------------------------------|----------------|
| Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit (+) | 30 909         |
| Emprunts et dettes divers (+)                              | 2 267          |
| Provisions pour risques (+)                                | 11             |
| Dettes sur immobilisations et comptes rattachés (+)        | 119            |
| Valeurs mobilières de placement (-)                        | 427            |
| Groupe et associés (-)                                     | 1 349          |
| Disponibilités (-)                                         | 15 799         |
| <b>Endettement net</b>                                     | <b>15 732</b>  |

Sur la base de ces éléments, l'endettement net ajusté retenu pour les besoins de la valorisation de la Société ressort à 15,7 millions d'euros au 31 décembre 2023.

#### 7.1.3. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La somme des flux de trésorerie disponible actualisés au coût d'opportunité du capital constitue la valeur d'entreprise de la Société. Le tableau ci-après décrit le passage de la valeur d'entreprise ainsi calculée à la valeur des capitaux propres :

| <i>en milliers d'euros</i>                              | <b>juin-24</b> |
|---------------------------------------------------------|----------------|
| Flux 31 décembre 2023 - 31 décembre 2035 actualisés (+) | -8 919         |
| <i>Loyers nets - valeur terminale - (a)</i>             | 11 231         |
| <i>Taux de capitalisation (b)</i>                       | 8,1%           |
| <i>Coefficient d'actualisation (c)</i>                  | 0,49           |
| Valeur terminale actualisée (a) / (b) x (c) (+)         | 68 504         |
| <b>Valeur d'entreprise</b>                              | <b>59 586</b>  |
| Endettement net (-)                                     | 15 732         |
| <b>Valeur des capitaux propres</b>                      | <b>43 853</b>  |
| Nombre d'actions (I)                                    | 193 521        |
| <b>Valeur par action (€)</b>                            | <b>227</b>     |

La valeur de la Société s'établit à 43,9 millions d'euros selon la méthode des flux de trésorerie disponible. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 193 521, la valeur d'une action MAB ressort à 227 euros.

paragraphe 4 du présent rapport, la Société nous a communiqué un tableau qui recense les cessions qu'elle a réalisées entre 2015 et 2024 accompagné du taux de rendement implicite correspondant.

#### 7.1.4. Analyse de sensibilité

Le tableau ci-après présente la valeur de l'action MAB sur la base des paramètres retenus ainsi que la sensibilité de cette valeur à l'évolution du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini :

| (€)                                      |      | Taux d'actualisation |      |            |      |      |
|------------------------------------------|------|----------------------|------|------------|------|------|
|                                          |      | 5,6%                 | 5,8% | 6,1%       | 6,3% | 6,6% |
| <b>Taux de croissance à l'infini (%)</b> | 1,0% | 247                  | 236  | 225        | 214  | 204  |
|                                          | 1,3% | 248                  | 237  | 226        | 215  | 205  |
|                                          | 1,5% | 249                  | 238  | <b>227</b> | 216  | 205  |
|                                          | 1,8% | 250                  | 239  | 227        | 217  | 206  |
|                                          | 2,0% | 251                  | 239  | 228        | 218  | 207  |

Le tableau ci-après présente la valeur de l'action MAB sur la base des paramètres retenus ainsi que la sensibilité de cette valeur à l'évolution du taux d'actualisation et au taux de rendement de sortie :

| (€)                                |      | Taux d'actualisation |      |            |      |      |
|------------------------------------|------|----------------------|------|------------|------|------|
|                                    |      | 5,6%                 | 5,8% | 6,1%       | 6,3% | 6,6% |
| <b>Taux de rendement de sortie</b> | 8,1% | 249                  | 238  | <b>227</b> | 216  | 205  |
|                                    | 8,3% | 238                  | 227  | 216        | 206  | 195  |
|                                    | 8,6% | 227                  | 216  | 206        | 196  | 186  |
|                                    | 8,8% | 217                  | 207  | 196        | 187  | 177  |
|                                    | 9,1% | 208                  | 197  | 188        | 178  | 169  |

#### 7.1.5. Conclusion

La Société a été évaluée selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

**La valeur de la Société s'établit à 43,9 millions d'euros selon la méthode des flux de trésorerie disponible. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 193 521, la valeur de l'action MAB ressort à 227 euros, dans une fourchette large comprise entre 169 euros et 249 euros.**

#### 7.2. CAPITALISATION D'UN REVENU

La méthode par capitalisation consiste à capitaliser les revenus annuels que procure l'immeuble à partir d'un taux de capitalisation (correspondant au taux de rendement). La valeur hors droits (HD) et hors taxes (HT) d'un bien immobilier correspond donc au rapport du revenu net sur le taux de capitalisation, le revenu retenu correspondant aux loyers bruts (loyers de marché potentiels ou ceux dus au titre des baux en cours)

sous déduction des charges non refacturées, directement imputables à l'exploitation du bien.

S'agissant de la Société, en l'absence d'expertises immobilières disponibles pour chacun des sites immobiliers de la Société, nous avons décidé d'appliquer cette méthode à l'ensemble du portefeuille d'actifs de la Société sur la base des hypothèses suivantes :

- le montant des loyers nets retenu correspond à la somme des loyers bruts 2024<sup>19</sup> hors sites en reconstruction<sup>20</sup>, après application d'un taux de vacance de 15%<sup>21</sup>, sous déduction des charges non refacturées ;
- le taux de capitalisation correspond au taux de rendement (hors droits) moyen estimé sur la base des taux constatés lors des acquisitions réalisées par la Société entre 2015 et 2024, soit 9,6%, auquel nous avons ajouté une prime de 1% au titre des investissements résultant du décret tertiaire, non pris en compte dans les loyers nets ou le taux de rendement estimé, qui tirent la rentabilité vers le bas.

Après analyse, nous constatons que le taux retenu, soit 10,6% (= 9,6% + 1,0%), calculé à partir des transactions immobilières réalisées par la Société entre 2015 et 2024, est plutôt dans la fourchette haute des taux retenus par les experts immobiliers pour les besoins de l'évaluation des locaux d'activité, bureaux et entrepôts situés en région et détenus par les sociétés foncières cotées<sup>22</sup>, avec une tendance marquée à la hausse des taux de rendement dès lors que les biens immobiliers tertiaires se situent en région et hors agglomération.

Après capitalisation des loyers nets 2024 calculés selon l'approche décrite ci-avant, nous avons déduit de la valeur du portefeuille immobilier MAB la dette nette à fin 2023 afin d'estimer l'actif net réévalué MAB (ANR) puis appliqué une décote conformément à la pratique en matière d'évaluation immobilière<sup>23</sup>. Nous avons retenu une décote 34,7% égale à la moyenne des décotes constatées sur les

---

<sup>19</sup> Potentiels ou facturés (quand il s'agit de biens loués).

<sup>20</sup> Il s'agit des sites du 9 rue des Acilloux à Cournon d'Auvergne et du 20, rue de Toufflers à Lys Lez Lannoy.

<sup>21</sup> Selon nos échanges avec le management de la Société, il apparaît que le taux de vacance structurel de l'immobilier tertiaire en région se situe plutôt autour de 15%.

<sup>22</sup> A titre d'exemple, BLEECKER retient un taux de rendement de 7,89% pour les biens à usage mixte (bureaux, locaux d'activité) en région (Source document d'enregistrement universel [DEU] 2023), CBO TERRITORIA retient un taux de rendement dans une fourchette comprise entre 6,25% et 10,30% pour son immobilier tertiaire (bureaux, commerces, locaux d'activité et restauration / loisirs) (Source DEU 2023), GECINA retient un taux de rendement 9,6% pour ses bureaux situé en 1<sup>ère</sup>, 2<sup>ème</sup> couronne d'Ile-de-France et région (Source DEU 2023).

<sup>23</sup> Dans le cas des sociétés foncières, plusieurs facteurs justifient l'application d'une décote à l'ANR : (1) pour les sociétés foncières cotées, les actions s'échangent le plus souvent avec une décote par rapport à l'ANR représentative d'éventuels désalignements entre la valeur boursière et la valeur comptable, (2) en cas de vente du portefeuille, des coûts de transaction significatifs (honoraires, droits d'enregistrement, etc.) peuvent être engagés, ces coûts pouvant justifier une décote, (3) les actifs immobiliers ne sont pas immédiatement liquides, contrairement à d'autres classes d'actifs comme les actions ou les obligations, l'application d'une décote pouvant dès lors refléter ce manque de liquidité, et (4) les loyers nets ne comprennent pas les frais de structure (coûts de gestion de la foncière, frais administratifs, coûts financiers non pris en charge par le locataire) alors même qu'ils grèvent la rentabilité de la société évaluée (à noter que l'approche DCF ne souffre pas de ce biais, les flux de trésorerie incluant par construction ces frais de structure au moins pour la période explicite).

sociétés foncières cotées composant notre échantillon de sociétés dites comparables (cf. infra §.7.5).

|                                                        | (€)                      |
|--------------------------------------------------------|--------------------------|
| <b>Loyers nets</b>                                     | <b>8 864 757</b>         |
| Taux de capitalisation                                 | 10,6%                    |
| <b>Valeur du portefeuille d'actifs immobiliers</b>     | <b>83 957 161</b>        |
| Endettement net (-)                                    | 15 732 347               |
| <b><u>ANR du portefeuille d'actifs immobiliers</u></b> | <b><u>68 224 814</u></b> |
| Décote moyenne / ANR                                   | 34,7%                    |
| <b><u>Valeur des capitaux propres</u></b>              | <b><u>44 533 318</u></b> |
| Nombre d'actions                                       | 193 521                  |
| <b>Valeur par action (€)</b>                           | <b>230 €</b>             |

Selon la méthode de capitalisation d'un revenu, la valeur de la Société s'établit à 44,5 millions d'euros. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 193 521, la valeur de l'action MAB ressort à 230 euros.

### 7.3. REFERENCE AU COURS DE BOURSE

MAB est une société cotée sur le marché Euronext Access Paris sous le code ISIN FR0000061657 (code mnémonique MLMAB). Le tableau ci-après présente les volumes de titres de la Société échangés au cours des 24 derniers mois ainsi que la rotation du capital correspondante :

| MAISON ANTOINE BAUD      | Nombre d'actions échangées | Rotation du capital <sup>1</sup><br>(en % du capital) | Rotation du capital <sup>2</sup><br>(en % du flottant) |
|--------------------------|----------------------------|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| Volumes échangés 1 mois  | 3                          | 0,00%                                                 | 0,03%                                                  |
| Volumes échangés 2 mois  | 6                          | 0,00%                                                 | 0,05%                                                  |
| Volumes échangés 3 mois  | 6                          | 0,00%                                                 | 0,05%                                                  |
| Volumes échangés 6 mois  | 9                          | 0,00%                                                 | 0,08%                                                  |
| Volumes échangés 12 mois | 150                        | 0,08%                                                 | 1,34%                                                  |

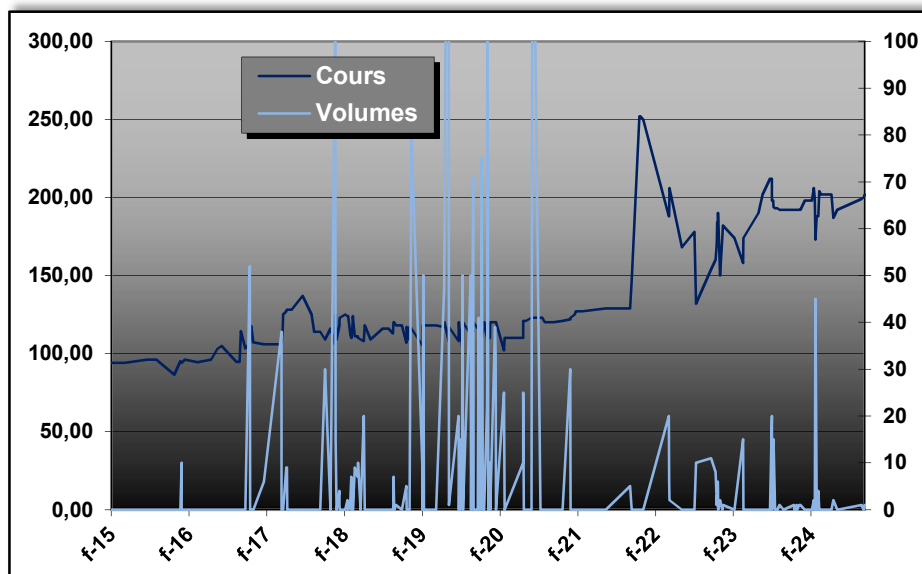
<sup>1</sup> Sur la base du nombre d'actions composant le capital au 31/10/2024 soit 193 521

<sup>2</sup> Sur la base du nombre d'actions composant le flottant au 31/10/2024 soit 11 220

Sur les 12 derniers mois précédant la date du dernier échange constaté, soit le 29 novembre 2024, 150 actions ont été échangées, représentant 0,08% du capital de la Société et 1,34% du flottant. Les cotations étant manifestement erratiques voire inexistantes, les volumes échangés et la taille du flottant étant non significatifs, nous avons donc retenu cette référence de valorisation qu'à seul titre indicatif.

Le graphique ci-après montre l'évolution du cours de bourse ainsi que les volumes échangés du titre MAB depuis février 2015 :





A titre d'information uniquement, le tableau ci-après présente les cours de bourse pondérés par les volumes :

| <b>MAISON ANTOINE BAUD</b>                  | <b>Cours moyen pondéré par les volumes<sup>1</sup> (€)</b> | <b>Prime (%)</b> | <b>Prix d'offre (€)</b> |
|---------------------------------------------|------------------------------------------------------------|------------------|-------------------------|
| Cours de clôture <sup>2</sup>               | 202,0                                                      | 13,9%            | 230,00                  |
| Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois  | 202,0                                                      | 13,9%            | 230,00                  |
| Cours moyen pondéré par les volumes 2 mois  | 201,2                                                      | 14,3%            | 230,00                  |
| Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois  | 201,2                                                      | 14,3%            | 230,00                  |
| Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois  | 197,0                                                      | 16,8%            | 230,00                  |
| Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois | 187,2                                                      | 22,9%            | 230,00                  |
| Cours le plus haut depuis 12 mois           | 206,0                                                      | 11,7%            | 230,00                  |
| Cours le plus bas depuis 12 mois            | 173,0                                                      | 32,9%            | 230,00                  |

<sup>1</sup> Etabli sur la base des cours de clôture extraits d'Euronext

<sup>2</sup> Cours au 29 novembre 2024

Sur la base d'un nombre d'actions composant le capital social égal à 193 521, la valeur de l'action MAB ressort dans une fourchette comprise entre 173 euros et 206 euros selon la référence au cours de bourse.

#### 7.4. ACTIF NET COMPTABLE (ANC)

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise dès lors qu'il n'intègre pas les plus-values latentes et les perspectives de développement de la société évaluée. Pour cette raison, nous n'avons retenu cette référence de valorisation qu'à seul titre indicatif.

Nous considérons néanmoins que cette référence donne une indication sur la valeur plancher probable. Par ailleurs, comme indiqué dans les comptes annuels au 31 décembre 2023, les sites immobiliers « *existants antérieurement au 1<sup>er</sup> janvier 1991 ont été réévalués en fonction de leur valeur vénale à cette même date aux vues des rapports d'expertises immobilières réalisées à cet effet* ». Enfin, ajoutons, comme cela a été précisé au paragraphe 6.1, que la Société a une activité de promotion interne liée au fait que les sites immobiliers sont régulièrement reconstruits ou, à défaut, rénovés, avec pour conséquence de lourds investissements et une vacance probablement accentuée par rapport à des sociétés foncières plus traditionnelles.

Le tableau ci-dessous présente le résultat de nos calculs :

| k€                    | 31-déc.-23   |
|-----------------------|--------------|
| ANC                   | 36 968 956   |
| Nombre d'actions (#)  | 193 521      |
| <b>ANC par action</b> | <b>191 €</b> |

La valeur de la Société s'établit à 37,0 millions d'euros selon l'ANC au 31 décembre 2023. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 193 521, la valeur de l'action MAB ressort à 191 euros.

## 7.5. METHODE DES COMPARABLES BOURSIERS

Au préalable, il convient de préciser que cette approche de valorisation est utilisée à seul titre indicatif dans la mesure où il n'existe pas réellement de sociétés cotées françaises comparables à la Société. Rappelons que MAB est une société foncière, qui gère pour l'essentiel des biens immobiliers tertiaires non éternels, en région, généralement éloignés des agglomérations, ayant vocation à être détruits puis reconstruits au terme de leur durée de vie. S'agissant de ce dernier point, la Société peut être considérée comme une foncière doublée d'une activité de promotion pour compte propre.

La méthode des comparables boursiers consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société à évaluer, au cas d'espèce MAB, les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables. Cette approche revient à évaluer l'entreprise en se basant sur la manière dont le marché valorise des actifs ou des sociétés similaires. C'est une méthode dite indirecte puisque la société est évaluée globalement de sorte que la valeur des fonds propres s'obtient en soustrayant l'endettement net à la valeur d'entreprise.

Les sociétés cotées que nous avons sélectionnées, exclusivement françaises, qui correspondent à la quasi-totalité des foncières cotées sur le marché Euronext Paris, soit 24 sociétés sélectionnées, sont les suivantes : ACANTHE DEVELOPPEMENT, ALTAREA, ALTAREIT, ARGAN, BLEECKER, CBO TERRITORIA, COVIVIO HOTELS, CROSSWOOD, FONCIERE INEA, FONCIERE VOLTA, FREY, GECINA, ICADE, IMMOBILIERE DASSAULT, KLEPIERRE, MERCIALYS, MRM, PAREF, PATRIMOINE ET COMMERCE, SCBSM, SELECTIRENTE, SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL, SOCIETE FONCIERE LYONNAISE et UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD.

Pour les besoins de la valorisation selon l'approche des comparables boursiers, nous avons retenu les critères des multiples de loyers nets (CA) et de résultat net récurrent (RNR). Nous avons par ailleurs appliqué successivement deux décotes : l'une, égale à 18,4%, au titre du statut SIIC des sociétés foncières composant notre échantillon de sociétés comparables<sup>24</sup> et l'autre, égale à 33,8%, afin de tenir compte la différence de taille entre les sociétés composant notre échantillon et la Société<sup>25</sup>.

**ACANTHE DEVELOPPEMENT** est une société d'investissement immobilier spécialisée dans les actifs haut de gamme à Paris, notamment des bureaux et des immeubles résidentiels. Les sites détenus sont situés à Paris intra-muros, particulièrement dans les arrondissements centraux et prisés. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 3,1 millions d'euros.

**ALTAREA** est une société foncière et un développeur immobilier multi-métiers (retail, bureaux, résidentiel et immobilier logistique). ALTAREA a une forte présence en France, principalement en Île-de-France et dans les grandes métropoles, et quelques actifs en Europe, selon les opportunités de développement. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 2,7 milliards d'euros.

**ALTAREIT** est une filiale d'ALTAREA spécialisée dans le développement immobilier. ALTAREIT regroupe les activités de promotion résidentielle, bureaux, et projets à usage mixte, en particulier via Cogedim, sa marque de promotion immobilière. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 2,4 milliards d'euros.

**ARGAN** est une société foncière spécialisée dans le développement, l'acquisition et la gestion d'entrepôts logistiques. La société détient des entrepôts logistiques modernes et classés « premium » loués en particulier à des locataires majeurs dans des secteurs tels que l'e-commerce, la distribution ou l'industrie. Les sites sont généralement situés en France, avec des actifs situés à proximité des grands hubs logistiques et des principales infrastructures (ports, autoroutes, etc.). La société a pour partenaires locataires des grandes enseignes comme CARREFOUR, LEROY MERLIN ou AMAZON, garantissant des revenus stables et prévisibles. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 185,5 millions d'euros.

**BLEECKER**, acteur de taille intermédiaire concentré sur la région Île-de-France et certaines grandes villes françaises, est une société foncière spécialisée dans la détention et la gestion d'actifs immobiliers tertiaires, principalement des bureaux, des locaux d'activités et des entrepôts. Les actifs sont situés majoritairement en périphérie de

---

<sup>24</sup> Les SIIC bénéficient d'un régime fiscal favorable en France qui leur permet de ne pas être soumises à l'impôt sur les sociétés à condition de distribuer une grande partie de leurs bénéfices sous forme de dividendes. Ce régime leur permet donc de dégager des rendements plus attractifs et des valorisations souvent plus élevées par rapport aux sociétés foncières non SIIC, qui sont quant à elles soumises à une fiscalité classique. Cela justifie donc une décote sur les multiples utilisés pour l'évaluation, afin de prendre en compte cette différence de régime fiscal. Le taux de 18,4% retenu correspond au taux d'impôt de 25% après prise en compte de l'actualisation.

<sup>25</sup> La capitalisation boursière moyenne de l'échantillon, soit 1,9 milliard d'euros, est significativement plus élevée que celle de la Société, soit 39,1 millions d'euros (estimée sur la base du cours de bourse au 25 octobre 2024 égal à 202 euros).

grandes agglomérations, avec un accent sur des zones attractives pour les entreprises. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 29,2 millions d'euros.

**CBO TERRITORIA** est une société foncière intégrée opérant dans les régions d'outre-mer, principalement à La Réunion, qui combine promotion immobilière et détention d'actifs à revenu locatif (bureaux, commerces et locaux d'activités). C'est un acteur régional majeur dans l'immobilier tertiaire et résidentiel dans les DOM-TOM. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 84,9 millions d'euros.

**COVIVIO HOTELS** est une société foncière dédiée à l'investissement et à la gestion d'actifs hôteliers en Europe, leader dans ce secteur. Les actifs sont composés d'hôtels économiques, milieu de gamme et haut de gamme, exploités sous contrats de bail à long terme ou de gestion directe. Les hôtels sont situés dans les principales villes européennes (Paris, Berlin, Londres, Rome, etc.) et dans des zones stratégiques à fort potentiel touristique et économique. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 863,5 millions d'euros.

**CROSSWOOD** est une société d'investissement immobilier cotée (SIIC) centrée sur la gestion et la valorisation d'actifs immobiliers tertiaires, principalement en région parisienne. Les actifs sont des immeubles de bureaux, des actifs résidentiels et commerciaux situés principalement en Île-de-France, avec un accent sur des zones à fort potentiel économique. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 1,0 million d'euros.

**FONCIERE INEA** est une société foncière dont l'activité est le développement et la gestion d'immobilier de bureaux neufs. Les actifs sont localisés dans des zones dynamiques en régions, souvent proches de hubs de transport ou d'activités économiques majeures, répartis dans de grandes métropoles régionales telles que Lyon, Bordeaux, Lille, Toulouse, Rennes et Nantes. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 49,7 millions d'euros.

**FONCIERE VOLTA** est une société d'investissement et de gestion d'actifs immobiliers diversifiés, incluant bureaux, commerces et résidentiel. Les actifs, principalement situés en France, sont constitués d'immobilier mixte (tertiaire, résidentiel, commerce). En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 7,8 millions d'euros.

**FREY** est une société foncière cotée spécialisée dans le développement, l'investissement et la gestion de parcs commerciaux ouverts et mixtes. La société détient des retail parks écologiques, notamment des parcs commerciaux en plein air qui combinent shopping, loisirs, et espaces verts, principalement situés en France et en Europe dans des zones périurbaines ou semi-urbaines, souvent en pleine expansion. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 148,5 millions d'euros.

**GEcina** est une foncière cotée française majeure, spécialisée dans l'immobilier résidentiel et de bureaux haut de gamme principalement situés à Paris et en Île-de-France. Elle possède également des actifs dans le secteur des résidences étudiantes via sa marque YouFirst Campus. Les bureaux sont situés majoritairement à Paris et en

première couronne dans des quartiers centraux et prisés comme le Quartier Central des Affaires (QCA). L'immobilier résidentiel, quant à lui, est essentiellement situé dans les zones urbaines denses de Paris intra-muros et des communes adjacentes. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 609,5 millions d'euros.

**ICADE** est une foncière cotée française spécialisée dans l'immobilier tertiaire et résidentiel. Elle détient un portefeuille diversifié qui comprend des bureaux, des commerces ainsi que des actifs résidentiels en Île-de-France et dans d'autres grandes villes françaises. Les bureaux sont majoritairement situés en Île-de-France, en particulier dans la région parisienne, la société possédant des actifs dans des quartiers d'affaires stratégiques comme le QCA (Quartier Central des Affaires) et le secteur de La Défense. ICADE développe également des logements résidentiels dans plusieurs régions, principalement en Île-de-France, à Paris et dans des zones à forte demande de logements neufs. Enfin, elle est également présente dans le secteur des parcs d'activités et des zones logistiques, en particulier en région parisienne et dans des zones en développement. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 1,7 milliard d'euros.

**IMMOBILIERE DASSAULT** est une société foncière française spécialisée dans l'investissement et la gestion d'actifs immobiliers. Elle est principalement active dans le secteur de l'immobilier commercial et de bureaux. La société détient un portefeuille important d'immeubles de bureaux principalement situés à Paris et dans ses environs, en particulier dans les quartiers d'affaires clés tels que le Quartier Central des Affaires (QCA) et La Défense. La société possède également des actifs dans le secteur du commerce et résidentiel, en particulier des bâtiments destinés à des activités de bureaux transformés en surfaces commerciales ou mixtes. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 26,2 millions d'euros.

**KLEPIERRE** est l'un des leaders européens dans le secteur des foncières, spécialisé dans l'immobilier commercial, en particulier les centres commerciaux. La société se concentre sur les centres commerciaux prime dans des emplacements stratégiques (zones urbaines dynamiques), principalement dans les grandes villes d'Europe. La société détient une importante part de ses actifs en France, mais aussi en Italie, en Espagne, en Suède et dans d'autres pays européens. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 1,0 milliard d'euros.

**MERCIALYS** est une société foncière spécialisée dans l'immobilier commercial, principalement dans les centres commerciaux. Elle est un acteur majeur de la gestion et de l'exploitation d'actifs commerciaux en France. La société se concentre sur les centres commerciaux de proximité, souvent situés dans des zones à fort potentiel de consommation en France. Son portefeuille est particulièrement orienté vers les centres commerciaux en périphérie urbaine et les galeries marchandes intégrées aux grands magasins ou autres types de commerces de détail. La société explore également d'autres segments comme les bureaux et les commerces de détail en plein cœur de villes. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 173,9 millions d'euros.

**MRM** est une société foncière spécialisée dans l'immobilier d'entreprise. Elle gère principalement des bureaux mais aussi quelques actifs commerciaux et résidentiels. Son portefeuille est constitué de bureaux en Île-de-France, avec une forte concentration

dans les secteurs économiques dynamiques tels que les zones d'activités tertiaires (notamment dans les zones proches des grandes infrastructures de transport comme le métro, les lignes TGV ou les axes routiers principaux). En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 12,7 millions d'euros.

**PAREF** est une société foncière spécialisée dans la gestion d'actifs immobiliers, en particulier dans les secteurs du commerce et des bureaux. Elle possède des centres commerciaux et des bureaux dans des zones stratégiques en Île-de-France et dans certaines villes régionales, et des bureaux dans des quartiers d'affaires dynamiques, avec une forte concentration sur les zones en plein développement ou celles bénéficiant d'une bonne desserte en transports publics. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 33,8 millions d'euros.

**PATRIMOINE ET COMMERCE** est une société foncière spécialisée dans l'acquisition, la gestion et la valorisation d'actifs immobiliers principalement dans le secteur du commerce. La société est orientée vers des investissements dans des murs commerciaux mais également dans des bureaux et parfois des actifs résidentiels. Le portefeuille de la société est largement constitué d'actifs situés dans des zones commerciales et des centres-villes, principalement en France. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 46,7 millions d'euros.

**SCBSM** est une société foncière axée principalement sur la gestion et l'acquisition d'actifs immobiliers à Paris. Son portefeuille est désormais majoritairement constitué de bureaux parisiens, notamment dans des quartiers stratégiques comme l'Opéra, ce qui permet à la société de se positionner sur des actifs à forte demande, notamment pour des projets de rénovation et de re-commercialisation. En 2024, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 21,8 millions d'euros.

**SELECTIRENTE** est une société foncière spécialisée dans les investissements immobiliers commerciaux, principalement axés sur les actifs de détail en centre-ville. Elle se concentre sur l'acquisition et la gestion de biens commerciaux de premier ordre, en particulier des magasins de rez-de-chaussée situés dans des zones urbaines à fort trafic. Son portefeuille est composé principalement de boutiques situées dans les centres-villes, notamment dans des villes françaises majeures ainsi que dans quelques destinations touristiques européennes. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 29,3 millions d'euros.

**SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL** est une société foncière spécialisée dans l'investissement et la gestion d'immobilier de bureaux. Fondée en 1989, elle est principalement active dans le secteur de l'immobilier d'entreprise en France, en particulier à Paris et dans la région parisienne, mais également dans d'autres grandes villes françaises. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 70,9 millions d'euros.

**SOCIETE FONCIERE LYONNAISE** est une société foncière spécialisée dans la gestion et l'investissement d'actifs immobiliers principalement dans le secteur des bureaux en région parisienne. La société se concentre principalement sur des immeubles de bureaux haut de gamme, situés dans des emplacements stratégiques,

notamment à Paris et dans le quartier d'affaires de La Défense. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 222,9 millions d'euros.

**UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD** est l'un des leaders mondiaux de l'immobilier commercial, formé en 2018 par la fusion de UNIBAIL-RODAMCO et WESTFIELD CORPORATION. La société est spécialisée dans la gestion, la valorisation, l'investissement et le développement de centres commerciaux, principalement en Europe, aux États-Unis et en Australie. Elle possède un portefeuille diversifié incluant des centres commerciaux, des bureaux et des hôtels de grande qualité. Son portefeuille est essentiellement situé dans des zones stratégiques dans les grandes métropoles avec une forte concentration dans les centres commerciaux de luxe et à fort trafic, en particulier dans les grandes villes européennes telles que Paris, Londres, et Berlin ainsi qu'en Australie et aux États-Unis. En 2023, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 1,8 milliard d'euros.

Le tableau ci-après présente les résultats de l'évaluation issue des multiples de loyers nets (CA) basés sur les documents d'enregistrement universels à fin 2023 et les cours de bourse à mi-novembre 2024 :

|                                                        | 31-déc.-24                 |
|--------------------------------------------------------|----------------------------|
| <b>Loyers nets (a)</b>                                 | <b>8 864 757 €</b>         |
| x Loyers nets (b)                                      | 16,1                       |
| <i>Décote statut non SIIC (c)</i>                      | 18,4%                      |
| x Loyers nets non SIIC (d) = (b) x [1-(c)]             | 13,2                       |
| <i>Décote de taille (e)</i>                            | 33,8%                      |
| <b>x Loyers nets après décotes (f) = (d) x [1-(e)]</b> | <b>8,7</b>                 |
| <b><u>Valeur d'entreprise</u> (a) x (f)</b>            | <b><u>77 224 752 €</u></b> |
| Endettement net (-)                                    | 15 732 347                 |
| <b><u>Valeur des capitaux propres</u></b>              | <b><u>61 492 405 €</u></b> |
| Nombre d'actions                                       | 193 521                    |
| <b>Valeur par action (€)</b>                           | <b>318 €</b>               |

Le tableau ci-après présente les résultats de l'évaluation issue des multiples de résultat net récurrent (RNR) basés sur les documents d'enregistrement universels à fin 2023 et les cours de bourse à mi-novembre 2024 :

|                                                | 31-déc.-24                 |
|------------------------------------------------|----------------------------|
| <b>Résultat net (a)</b>                        | <b>3 440 193 €</b>         |
| x RNR (b)                                      | 27,3                       |
| <i>Décote statut non SIIC (c)</i>              | 18,4%                      |
| x RNR non SIIC (d) = (b) x [1-(c)]             | 22,3                       |
| <i>Décote de taille (e)</i>                    | 33,8%                      |
| <b>x RNR après décotes (f) = (d) x [1-(e)]</b> | <b>14,7</b>                |
| <b><u>Valeur d'entreprise</u> (a) x (f)</b>    | <b><u>50 712 844 €</u></b> |
| Endettement net (-)                            | 15 732 347                 |
| <b><u>Valeur des capitaux propres</u></b>      | <b><u>34 980 497 €</u></b> |
| Nombre d'actions                               | 193 521                    |
| <b>Valeur par action (€)</b>                   | <b>181 €</b>               |

La valeur de la Société s'établit à, respectivement, 61,5 millions d'euros selon les multiples de loyers nets et 35,0 millions d'euros selon les multiples de résultat net récurrent. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 193 521, la valeur de l'action MAB ressort à, respectivement, 318 euros selon les multiples de loyers nets et 181 euros selon les multiples de résultat net récurrent.

## 7.6. CONCLUSION

Le tableau ci-dessous présente les résultats issus des différentes méthodes et références que nous avons sélectionnées :

| Méthodes de valorisation retenues                             | Valeur | Prime / (décote) (%) | Prix d'offre |
|---------------------------------------------------------------|--------|----------------------|--------------|
| Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible  | 227 €  | 1,5%                 | 230 €        |
| Méthode de la capitalisation du revenu net                    | 230 €  | 0,0%                 | 230 €        |
| <i>A titre indicatif</i>                                      |        |                      |              |
| Méthode des comparables boursiers : multiples de loyers nets  | 318 €  | -27,6%               | 230 €        |
| Méthode des comparables boursiers : multiples de résultat net | 181 €  | 27,2%                | 230 €        |
| Actif net comptable                                           | 191 €  | 20,4%                | 230 €        |



| Méthodes de valorisation retenues           | Valeur | Prime / (décote) (%) | Prix d'offre |
|---------------------------------------------|--------|----------------------|--------------|
| Dernier cours de bourse <sup>1</sup>        | 202 €  | 13,9%                | 230 €        |
| Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois  | 202 €  | 13,9%                | 230 €        |
| Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois  | 201 €  | 14,3%                | 230 €        |
| Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois  | 197 €  | 16,8%                | 230 €        |
| Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois | 187 €  | 22,9%                | 230 €        |

<sup>1</sup> Dernier cours constaté en date du 29 novembre 2024 avant l'annonce de l'Offre

## 8. ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT

Nous avons évalué la valeur de la Société selon les différentes méthodes suivantes : à titre principal, (1) l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF), (2) la méthode de capitalisation d'un revenu et, à titre secondaire, (3) la référence au cours de bourse, (4) l'actif net comptable et (5) la méthode des comparables boursiers.

Selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la valeur de la Société ressort à 43,8 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 227 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB extériorise une prime de 1,5% par rapport à la valeur résultant de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

Selon la méthode de la capitalisation d'un revenu, la valeur de la Société ressort à 44,5 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 230 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB n'extériorise ni prime, ni décote par rapport à la valeur résultant de la méthode de la capitalisation d'un revenu.

Selon la référence au cours moyen pondéré par les volumes 1 mois, retenue à titre indicatif, la valeur de la Société ressort à 39,1 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 202 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB extériorise une prime de 13,9% par rapport à la référence au cours moyen pondéré par les volumes 1 mois.

Selon la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois, retenue à titre indicatif, la valeur de la Société ressort à 38,1 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 197 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB extériorise une prime de 16,8% par rapport à la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois.

Selon la référence à l'actif net comptable au 31 décembre 2023, retenue à titre indicatif, la valeur de la Société ressort à 37,0 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 191 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB extériorise une prime de 20,4% par rapport à la référence à l'actif net comptable.

Selon la méthode des comparables boursiers, retenue à titre indicatif, sur la base des multiples de loyers nets, la valeur de la Société ressort à 61,5 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 318 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB extériorise une décote de -27,6% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples de loyers nets.

Selon la méthode des comparables boursiers, retenue à titre indicatif, sur la base des multiples de résultat net récurrent, la valeur de la Société ressort à 35,0 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 181 euros. Le prix d'Offre de 230 euros par action MAB extériorise une prime de 27,2% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples de résultat net récurrent.

La présente Offre permet aux actionnaires minoritaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate de l'intégralité de leur participation à un prix attractif alors même que la liquidité des actions en circulation est quasi inexistante sur le marché Euronext Access où elles sont inscrites. En outre, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 13,9% et 16,8% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes respectivement 1 mois et 6 mois précédant la dernière cotation en date du 29 novembre 2024.

**Le prix de 230 euros par action MAB proposé pour l'Offre Volontaire de Rachat est équitable pour les actionnaires minoritaires.**

Fait à Paris, le 4 décembre 2024

**PAPER AUDIT & CONSEIL**

Xavier PAPER