

NOTE D'INFORMATION PRESENTEE PAR LA SOCIETE



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



PRESENTEE PAR
Morgan Stanley

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE KLEMURS



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 13-046 en date du 19 février 2013 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Klémurs et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble S.A., agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse établie par Klémurs est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur celui de Klémurs (www.klemurs.fr). Des exemplaires de la note en réponse sont également disponibles sans frais sur simple demande auprès de :

Klémurs
21 avenue Kléber
75116 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Klémurs seront mises à disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée.

TABLE DES MATIERES

	Page
1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE KLÉMURS	4
3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET INTENTION DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO- DÉTENUES	5
4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	5
5. ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'OFFRE	6
5.1 Structure du capital social de la Société	6
5.2 Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de la Société.....	7
5.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont celle-ci a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....	7
5.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	7
5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	8
5.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote	8
5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement du gérant ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	8
5.8 Pouvoirs de la Gérance et du Conseil de Surveillance, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions	8
5.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	10
5.10 Accords prévoyant des indemnités pour le gérant de la Société en cas de cessation de ses fonctions.....	11
6. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	11
7. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....	64

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13 et 233-1 1° du Règlement général de l'AMF, Morgan Stanley & Co. International plc (« **Morgan Stanley** »), agissant pour le compte de la société Klépierre, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 279 258 476 euros, dont le siège social est situé 21, avenue Kléber, 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 780 152 914 (l'« **Initiateur** » ou « **Klépierre** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le Compartiment A du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000121964, a déposé le 31 janvier 2013 un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel elle propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Klémurs, société en commandite par actions au capital de 82 500 000 euros divisé en 8 250 000 actions de 10 euros de valeur nominale chacune, dont le siège social est situé 21, avenue Kléber, 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 419 711 833 (la « **Société** » ou « **Klémurs** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le Compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010404780 (les « **Actions** »), d'acquérir la totalité de leurs Actions au prix de 24,60 euros par Action (coupon de dividende attaché) payable exclusivement en numéraire (l'« **Offre** »). Dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires de Klémurs ne représenteraient pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5 % du capital ou des droits de vote de Klémurs, Klépierre se réserve la faculté de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-14 à 237-19 du Règlement général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire** »)¹.

L'Offre porte sur la totalité des Actions existantes non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, en ce compris les 20 024 Actions auto-détenues par la Société, soit un nombre maximum de 1 310 628 Actions représentant 15,89 % de son capital et 15,89 % de ses droits de vote à la date du dépôt de l'Offre.

Il est précisé que Klépierre détient à ce jour :

- (i) 6 939 372 Actions, représentant 84,11 % du capital social et 84,11 % des droits de vote de la Société (sur la base d'un nombre de droits de vote résultant de l'application de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF) ; et
- (ii) 69 268 actions sur les 69 269 composant le capital de Klépierre Conseil, société par actions simplifiée au capital de 1 108 304 euros, dont le siège social est situé 21, avenue Kléber, 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 398 967 000, associé commandité unique et gérant de la Société. Une action de Klépierre Conseil est par ailleurs détenue par SAS LP 7 dont le capital est intégralement détenu par Klépierre.

L'Offre sera ouverte pendant une durée de 12 jours de négociation.

En cas de Retrait Obligatoire, il est prévu que les Actions qui n'auraient pas été présentées à l'Offre seront transférées au profit de Klépierre moyennant une

¹ Concernant les modalités possibles de mise en œuvre du retrait de la cote de Klémurs, voir la Section 1.3.5 de la note d'information de Klépierre.

indemnisation de leur détenteur pour un montant par Action identique au prix proposé dans le cadre de l'Offre (ajusté, le cas échéant, pour tenir compte de toute décision ou mise en paiement de dividende).

Morgan Stanley, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2. **AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE KLÉMURS**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du conseil de surveillance de la Société se sont réunis le 29 janvier 2013 à 18 heures sous la présidence de Monsieur Steven Fivel afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, après que les membres indépendants du conseil de surveillance aient eu l'occasion, lors d'une réunion tenue le 24 janvier 2013, de rencontrer seuls le cabinet Ledouble S.A. en sa qualité d'expert indépendant.

Tous les membres étaient présents.

Les documents suivants ont été portés à la connaissance du conseil de surveillance :

- le projet de note d'information préparé par l'Initiateur ;
- la dernière version du rapport ainsi que l'attestation d'équité établies par le cabinet Ledouble S.A. en sa qualité d'expert indépendant ; et
- le projet de note d'information établi par la Société en réponse au projet d'Offre.

Le conseil de surveillance de Klémurs a en outre pris acte (i) du fait que le prix proposé dans le cadre de l'Offre est considéré par l'expert indépendant comme équitable pour les actionnaires minoritaires de Klémurs notamment dans la perspective d'un éventuel Retrait Obligatoire et (ii) des intentions de Klépierre en matière de stratégie concernant la Société.

Le conseil de surveillance de Klémurs, lors de sa séance du 29 janvier 2013 à 18 heures, a rendu l'avis motivé suivant :

« Au vu des termes de l'Offre, après en avoir délibéré et avoir examiné les différents documents relatifs à l'Offre, et, en particulier, le projet de note d'information préparé par Klépierre contenant notamment ses intentions ainsi que le rapport de l'expert indépendant, le Conseil de surveillance, à l'unanimité de ses membres :

- *prend acte que le rapport de l'expert indépendant conclut que les conditions de l'Offre sont équitables d'un point de vue financier pour les titres visés par l'Offre ;*
- *constate que le prix de l'Offre, suivie si les conditions sont remplies et si l'Initiateur en prend la décision d'une procédure de retrait obligatoire, est de 24,60 euros par action de la Société (coupon de dividende attaché), que le prix*

proposé est égal à l'ANR triple net EPRA de Klémurs publié au 31 décembre 2012 et qu'il est jugé équitable par l'expert indépendant ;

- *confirme que le projet d'Offre est conforme à l'intérêt social de la Société et à l'intérêt de ses actionnaires (la Société ne disposant pas de salariés, l'avis sur l'intérêt de l'Offre pour les salariés est sans objet) ;*
- *relève que l'Offre représente, pour l'ensemble des actionnaires de la Société, une opportunité de liquidité immédiate, intégrale et très supérieure à celle offerte par le marché compte tenu des faibles volumes d'échanges des Actions sur Euronext Paris et cela avec une prime significative par rapport au cours de bourse de la Société ; et*
- *approuve l'Offre devant être initiée par Klépierre ainsi que les termes du projet de note d'information en réponse, décide en conséquence de donner un avis favorable à l'Offre et recommande aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre. »*

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET INTENTION DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Les membres du conseil de surveillance de la Société présents lors de la réunion du 29 janvier 2013 ont exprimé leur intention d'apporter leurs Actions à l'Offre à l'exception du nombre minimum d'actions nécessaire à l'exercice de leurs fonctions au sein du conseil de surveillance.

Par ailleurs, les organes sociaux de la Société ont décidé d'apporter à l'Offre les Actions auto-détenues par la Société. Il est précisé que cet apport sera réalisé pour autant que la Société détienne des Actions dont elle a la libre disposition et pouvant faire l'objet de cet apport à l'Offre.

4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Klépierre et certains actionnaires de Klémurs ont conclu des engagements d'apport, aux termes desquels lesdits actionnaires se sont engagés à apporter les Actions qu'ils détiennent à l'Offre.

Aux termes des engagements d'apport :

- CNP Assurances, qui détient 375 000 Actions représentant 4,55 % du capital et des droits de vote de Klémurs, s'est engagée à apporter ses Actions à l'Offre au prix de l'Offre ; et
- Mutavie, qui détient 375 000 Actions représentant 4,55 % du capital et des droits de vote de Klémurs, s'est également engagée à apporter ses Actions à l'Offre au prix de l'Offre.

En cas d'offre publique concurrente sur la Société par un tiers déclarée conforme par l'AMF ou de surenchère sur une offre concurrente d'un tiers par l'Initiateur déclarée conforme par l'AMF, CNP Assurances et Mutavie resteraient libres d'y apporter leurs titres conformément au principe du libre jeu des offres et des surenchères.

Il est par ailleurs prévu que CNP Assurances et Mutavie reçoivent un complément de prix au titre de la cession des Actions qu'ils détiennent dans la Société, dans l'hypothèse où (i) les Actions visées aux engagements d'apport auraient été effectivement livrées par CNP Assurances ou Mutavie, selon le cas, et réglées par l'Initiateur, et (ii) l'Initiateur initierait, dans un délai de douze mois à compter de la clôture de l'Offre, une nouvelle offre publique ou un retrait obligatoire à des conditions de prix plus favorables aux actionnaires de la Société que les termes de l'Offre. Ce complément de prix serait égal à la différence entre le prix par Action de la nouvelle offre ou du retrait obligatoire et le prix par Action dans le cadre de l'Offre (le « **Complément de Prix par Action** »).

Toute somme éventuellement perçue par CNP Assurances ou Mutavie au titre du Complément de Prix par Action donnera droit au versement du Complément de Prix par Action aux actionnaires de la Société qui auraient apporté leurs actions à l'Offre.

Seuls les actionnaires ayant apporté leurs Actions à la procédure de semi-centralisation de l'Offre bénéficieront du Complément de Prix par Action.

5. **ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'OFFRE**

5.1 Structure du capital social de la Société

Au 30 janvier 2013, le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis (sur une base théorique) comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote (1)
Klépierre SA	6 939 372	84,11 %	6 939 372	84,11 %
Autres nominatifs	4 579	0,05 %	4 579	0,05 %
CNP Assurances	375 000	4,55 %	375 000	4,55 %
Mutavie (MACIF)	375 000	4,55 %	375 000	4,55 %
Flottant	536 025	6,50 %	536 025	6,50 %
Autocontrôle (1)	20 024	0,24 %	20 024	0,24 %
TOTAL	8 250 000	100,00 %	8 250 000	100,00 %

(1) Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote telles que les actions auto-détenues en vertu de l'article L. 225-210 du Code de commerce.

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun actionnaire autre que Klépierre détenant plus de 5 % du capital ou des droits de vote.

Klémurs n'a pas émis de valeurs mobilières ou de titres donnant accès, immédiatement ou à terme, à son capital social.

5.2 Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de la Société

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction aux transferts d'actions ni à l'exercice des droits de vote, sous réserve des dispositions relatives aux franchissements de seuils. Outre l'obligation légale d'informer la Société de la détention de certaines fractions du capital, l'article 10 des statuts prévoit qu'en cas de franchissement du seuil de 2 % du capital et/ou des droits de vote ou de tout multiple de ce pourcentage, les actions dépassant la fraction devront être déclarées à la Société dans un délai de cinq jours à compter du franchissement considéré. A défaut, les actions dépassant la fraction sont privées du droit de vote dans les conditions prévues par la loi dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble au moins 2 % du capital ou des droits de vote en font la demande lors d'une assemblée.

Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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

A la date de la présente note en réponse, l'Initiateur détient directement 6 939 372 actions représentant 84,11 % du capital social et 84,11 % des droits de vote de la Société.

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'actionnaires autres que Klépierre détenant ou susceptible de détenir plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société à la date de la présente note.

Par courrier reçu par l'AMF le 19 mars 2012, la société BNP Paribas (16, boulevard des Italiens, 75009 Paris), agissant directement ou au travers de filiales, a déclaré avoir franchi indirectement en baisse, le 14 mars 2012, par l'intermédiaire de la société anonyme Klépierre qu'elle contrôlait, les seuils de 2/3, 50 %, 1/3, 30 %, 25 %, 20 %, 15 %, 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société. Ces franchissements de seuils résulte d'une cession d'actions Klépierre hors marché, ayant entraîné pour le Groupe BNP Paribas, la perte du contrôle de la société Klépierre (laquelle détient le contrôle de la société Klémurs). Le groupe BNP Paribas détenait, au 30 janvier 2013, 43 622 926 actions Klépierre représentant 21,87 % de son capital social et de ses droits de vote (sur une base théorique).

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

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droits de contrôle spéciaux à l'exception des droits attachés aux parts de commandité de la Société dont la description figure à la section 6.2 du document de référence de la Société pour l'exercice 2011 déposé auprès de l'AMF le 28 mars 2012 sous le numéro D. 12-0232.

5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

La Société n'a aucun salarié et n'a mis en place aucun système d'actionnariat du personnel.

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

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

5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement du gérant ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

La Société est une société en commandite par actions. Conformément à l'article 12 des statuts, la Société est administrée par un ou plusieurs gérants, personnes physiques ou morales, choisis parmi les associés commandités ou en dehors d'eux. Au cours de l'existence de la Société, tout nouveau gérant est désigné à l'unanimité des commandités. Aux termes des statuts, le gérant est révocable à tout moment par décision unanime des associés commandités, pour incapacité ou pour toute autre cause. Les fonctions du gérant cessent également par sa démission. Il peut également être révoqué pour cause légitime par une décision de justice. En cas de cessation des fonctions d'un gérant unique, il est procédé à la nomination d'un ou plusieurs nouveaux gérants, ou au renouvellement du gérant unique ; toutefois, dans l'attente de cette ou ces nominations, la gérance est assurée par le ou les commandités, qui peuvent alors déléguer tous pouvoirs nécessaires pour la direction des affaires sociales jusqu'à la nomination du ou des nouveaux gérants.

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de modification des statuts, étant précisé que l'accord du ou des commandités doit être recueilli par la gérance, préalablement à la réunion de l'assemblée générale extraordinaire concernée (article 26 II des statuts de la Société).

5.8 Pouvoirs de la Gérance et du Conseil de Surveillance, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le gérant de la Société dispose des délégations suivantes :

Objet de la résolution	Montant maximal	Durée	Utilisation
Délégations et autorisations consenties par l'assemblée générale du 5 avril 2011 :			
Augmentation de capital avec DPS par émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de	Montant nominal maximum : 100 millions d'euros (200 millions d'euros pour les titres de créances)	26 mois à compter du 5 avril 2011 (9e résolution)	Aucune

Objet de la résolution	Montant maximal	Durée	Utilisation
titres de créances			
Augmentation de capital sans DPS par émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créances, par offre au public ou par placement privé (2)	Montant nominal maximum : 60 millions d'euros (120 millions d'euros pour les titres de créances)	26 mois à compter du 5 avril 2011 (10e et 11e résolutions)	Aucune
Détermination du prix d'émission des actions, dans la limite de 10 % du capital par an, dans le cadre d'une augmentation du capital social sans DPS	La somme revenant ou devant revenir à la Société pour chacune des actions émises, après prise en compte, en cas d'émission de bons de souscription d'actions, du prix d'émission desdits bons, doit au moins être égale à 85 % de la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse précédant la fixation des modalités de l'émission	26 mois à compter du 5 avril 2011 (12e résolution)	Aucune
Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans DPS	Au même prix que celui retenu pour l'émission initiale, dans les délais et limites prévus par la réglementation applicable au jour de l'émission (3)	26 mois à compter du 5 avril 2011 (13e résolution)	Aucune
Augmentation de capital par émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, sans DPS	Dans la limite de 10 % du capital	26 mois à compter du 5 avril 2011 (14e résolution)	Aucune
Augmentation de capital par incorporation de	100 millions d'euros	26 mois à compter du 5 avril 2011	Aucune

Objet de la résolution	Montant maximal	Durée	Utilisation
réserves, bénéfices ou primes d'émission, de fusion ou d'apport		(15e résolution)	
Montant nominal maximal des augmentations de capital social, immédiates ou à terme, susceptibles d'être réalisées en vertu des autorisations ci-dessus consenties à la gérance : 120 millions d'euros (17e résolution) (1) Montant nominal maximal des valeurs mobilières représentatives de créances donnant accès au capital : 240 millions d'euros (17e résolution)			
(1) À ce montant nominal s'ajoute, éventuellement, le montant nominal des actions à émettre pour préserver les droits des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital. (2) Placement privé : les émissions ne peuvent excéder les limites prévues par la réglementation applicable au jour de l'émission (à ce jour, 20 % du capital par an). (3) À ce jour, dans les 30 jours de la clôture de la souscription et dans la limite de 15 % de l'émission initiale.			
Délégations et autorisations consenties par l'assemblée générale du 10 avril 2012 :			
Autorisation de rachat par la Société de ses propres actions	Montant maximum du programme : 5 % du capital et 12 375 000 euros Prix maximum de rachat : 30 euros pour une action de 10 euros de nominal	18 mois à compter du 10 avril 2012 (8e résolution)	Au 30 janvier 2013, 18 487 actions ont été achetées au prix moyen de 15,66 euros par action et 14 052 actions ont été vendues au prix moyen de 15,95 euros par action. Au 30 janvier 2013, Klémurs détient directement ou indirectement 20 024 actions propres², représentant une valeur de 316,06 milliers d'euros sur la base de la valeur comptable et 200,24 milliers d'euros en valeur nominale.
Autorisation de réduire le capital social par annulation d'actions auto-détenues	Dans la limite de 10 % du capital par périodes de 24 mois	26 mois à compter du 10 avril 2012 (11e résolution)	Aucune

5.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Le contrat de prêt intragroupe conclu le 20 décembre 2011 entre la Société et Klépierre ainsi que certains contrats de crédit-bail immobilier conclus par la Société contiennent des stipulations applicables en cas de changement de contrôle de la Société. Néanmoins, la Société considère que les clauses concernées de ces contrats ne sont pas susceptibles de jouer à raison de la présente Offre.

² Ces Actions sont la propriété de la Société mais sont gérées par Exane BNP Paribas dans le cadre d'un contrat de liquidité en date du 27 novembre 2006.

5.10 Accords prévoyant des indemnités pour le gérant de la Société en cas de cessation de ses fonctions

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour le gérant en cas de cessation de ses fonctions. La Société n'a aucun salarié.

6. **RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT**

Le conseil de surveillance de Klémurs a, dans sa séance du 20 décembre 2012, désigné le cabinet Ledouble S.A. en qualité d'expert indépendant en vue d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, sur le fondement de l'article 261-1 I 1° du Règlement général de l'AMF ainsi que de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF, et d'examiner les conditions financières du Retrait Obligatoire qui sera éventuellement mis en œuvre à l'issue de l'Offre dans le cadre de l'article 261-1 II du Règlement général de l'AMF.

Dans le cadre de la mission qui lui a ainsi été confiée, le cabinet Ledouble S.A. a rendu le 29 janvier 2013 son rapport dont le contenu, conforme à l'original, est reproduit ci-dessous dans son intégralité³.

³ Il est précisé que l'ensemble des déclarations faites dans le rapport de l'expert indépendant, notamment la déclaration d'indépendance, valent pour le cabinet Ledouble SA ainsi que l'ensemble de ses associés et collaborateurs.

KLEMURS

**Offre publique d'achat simplifiée
initée par la société Klépierre**

--

ATTESTATION D'EQUITE

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (l'**Offre**, l'**Opération** ou l'**OPAS**) initiée par Klépierre SA (**Klépierre** ou l'**Initiateur**) sur les actions Klémurs (**Klémurs**, la **Société** ou la **Cible**), et de la procédure de retrait obligatoire qui pourrait s'ensuivre, Ledouble SA a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de surveillance de Klémurs du 20 décembre 2012, d'apprécier le caractère équitable du prix de 24,60 € offert par l'Initiateur pour chaque action de la Société apportée (coupon attaché⁴).

L'Opération s'inscrit dans la stratégie de recentrage de l'Initiateur, actionnaire majoritaire de la Cible à 84,11%, sur le marché des centres commerciaux, son cœur de métier. Dans ce contexte, Klépierre souhaite retirer Klémurs de la cote afin de disposer de souplesse pour déterminer l'avenir de Klémurs et de ses actifs.

Dans le cadre de l'Opération, le prix offert de 24,60 € correspond à l'ANR « triple net⁵ » par action au 31 décembre 2012.

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre de l'article 261-1.I 1⁶ du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Il est précisé que la présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I⁷ du Règlement Général de l'AMF.

⁴ L'assemblée générale ordinaire, arrêtant les comptes de l'exercice 2012 et l'affectation du résultat de l'exercice clos le 31 décembre 2012, ne s'est pas encore tenue à la date de notre rapport.

⁵ L'ANR triple net (« EPRA NNAV ») correspond en substance aux capitaux propres IFRS, majorés ou minorés des plus ou moins-values latentes sur les immeubles de placement, si celles-ci ne sont pas déjà comptabilisées, et de la juste valeur des dettes financières nettes ; l'ANR triple net inclut donc la juste valeur des dérivés de couverture (EPRA est le sigle de « European Public Real Estate Association »).

⁶ « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre. Il en est ainsi notamment dans les cas suivants : **1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ; [...]** ».

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

Indépendance

Ledouble SA est indépendant de Klémurs et Klépierre, des entités les contrôlant au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, ainsi que de Morgan Stanley, établissement présentateur de l'Offre⁸ et des experts immobiliers⁹ ayant procédé à la valorisation du portefeuille immobilier de Klémurs :

- Ledouble SA n'a aucun lien juridique ou financier avec Klépierre et Klémurs, ni leurs actionnaires respectifs, et n'a jamais exercé de mission auprès de ces sociétés ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêt au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et 1 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble SA au cours des dernières années écoulées, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées¹⁰ ;
- nous considérons que la mission qui est confiée à Ledouble SA ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur¹¹.

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

Ledouble SA adhère à l'APEI¹² et, à ce titre, respecte les dispositions du Code de déontologie de cette association.

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

⁸ Morgan Stanley.

⁹ The Retail Consulting Group Expertise (RCG) et BNP Paribas Real Estate.

¹⁰ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et collaborateurs de Ledouble SA ayant participé à la mission, et dont les profils figurent en **annexe 5**.

¹¹ Au sens de l'article 261-4 I du Règlement Général de l'AMF.

¹² Association Professionnelle des Experts Indépendants.

Diligences effectuées

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

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

Pour l'essentiel, nos travaux ont consisté en une valorisation multicritères de Klémurs et une analyse de la prime induite par le prix d'Offre sur les différents critères d'évaluation. Ces diligences ont impliqué notamment :

- l'analyse de l'organisation juridique de l'Offre sur la base d'entretiens avec les représentants de la Société, de l'Initiateur et de l'établissement présentateur, ainsi que des projets de note d'information élaborés par Klépierre puis par Klémurs en réponse ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3** ;
- l'examen des documents de référence de la Société ainsi que de l'information réglementée, accessible sur son site Internet¹⁴ ;
- l'examen des comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2012 audités par les commissaires aux comptes qui les ont certifiés sans réserve ;
- la prise de connaissance du budget 2013 de Klémurs après prise en compte de l'impact de la convention conclue le 26 décembre 2012 entre Klémurs et Buffalo Grill ;
- l'exploitation des informations qui ont par ailleurs été mises à notre disposition et que nous avons recueillies par la consultation de nos propres bases de données, comportant notamment l'étude d'un échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables, recensées en **annexe 7** ;

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

¹⁴ <http://www.klemurs.fr>

- le recoupement entre les différentes méthodes de valorisation employées pour évaluer la Cible ;
- la confrontation de nos travaux avec ceux effectués par Morgan Stanley ;
- un entretien avec les représentants de The Retail Consulting Group Expertise et BNP Paribas Real Estate, experts immobiliers ayant réalisé la valorisation du portefeuille immobilier de la Cible au 31 décembre 2012.

Affirmations obtenues

Nous avons obtenu du management de la Société et de l'Initiateur la confirmation de l'absence :

- d'éléments de nature à porter atteinte à l'objectivité du prix de l'Offre et à modifier substantiellement la valeur des actions visées par l'Offre ;
- de tout dispositif pouvant s'assimiler à un complément de prix pouvant bénéficier à un actionnaire ou un groupe d'actionnaires en particulier, autre que celui prévu aux (§ 1.4.1 et 2.3) de la note d'information tel que détaillé ci-après.

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

La direction de la Société nous a confirmé l'absence d'accord écrit ou d'engagement verbal, explicite ou tacite, régissant l'Offre autre que la documentation recensée dans les notes d'information de l'Initiateur et de la Cible en réponse.

Complément de prix

CNP Assurances et Mutavie et tous les actionnaires apportant leurs actions à la présente OPAS pourraient recevoir un complément de prix au titre de la cession de leurs actions, si l'Initiateur initiait, dans un délai de douze mois à compter de la clôture de l'Offre, une nouvelle offre publique ou un retrait obligatoire à des conditions de prix plus favorables que celles prévues à la présente Offre.

Le complément de prix serait égal à la différence entre le prix par action de la nouvelle offre¹⁵ et le prix de 24,60 € par action retenu pour l'Offre.

La réalisation d'une nouvelle offre est hypothétique. Ainsi, ni la date d'une nouvelle offre, ni ses conditions n'étant définies, le complément de prix tel qu'évoqué ci-dessus n'est pas chiffrable mais bénéficierait à l'ensemble des actionnaires ayant fait apport de leurs titres à la présente OPAS.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- les parties en présence et, dans ses grandes lignes, l'économie générale de l'Offre (§ 1) ;
- l'activité et l'environnement de Klémurs (§ 2) ;
- notre évaluation multicritères de l'action Klémurs (§ 3) ;
- nos observations sur les travaux de l'établissement présentateur (§ 4).

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires de Klémurs visés par l'Offre, dans la perspective d'une procédure de retrait obligatoire (§ 5).

Les montants ci-après sont susceptibles d'être exprimés en euros (€), milliers d'euros (K€), millions d'euros (M€) ou milliards d'euros (Md€).

¹⁵ ou du retrait obligatoire.

1 PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

1.1 Sociétés concernées

1.1.1 L'Initiateur

Klépierre est une société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance de droit français, au capital de 279.258.476 €¹⁶, sise 21, avenue Kléber - 75116 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro RCS 780 152 914 ; ayant opté pour le régime SIIC.

Ses actions sont admises aux négociations sur Compartiment A du marché réglementé de NYSE Euronext Paris.

Son patrimoine, valorisé à 16,4 Md€ au 30 juin 2012, se compose :

- de 265 centres commerciaux détenus dans 13 pays d'Europe continentale (92,9% de son patrimoine),
- de murs de commerces via sa participation dans Klémurs (3,8% de son patrimoine),
- et d'immeubles de bureaux parisiens (3,2% de son patrimoine).

Constituée en 1998 principalement par voie d'apports et de fusions d'entités appartenant au groupe BNP Paribas, Klépierre était détenue jusqu'au 14 mars 2012 à hauteur de 50,91% par BNP Paribas jusqu'à la cession à cette date de 28,7 % de sa participation au groupe Simon Property Group¹⁷.

Depuis le paiement du dividende en actions intervenu le 21 mai 2012, Simon Property Group détient 28,9% du capital de Klépierre et BNP Paribas 22,5% ; le reste du capital est représentatif de la participation d'autres actionnaires non dénommés (46,4%) et de l'autocontrôle (2,2%).

¹⁶ 199.470.340 actions d'une valeur nominale de 1,40 €.

¹⁷ Simon KP I S.à.r.l. et Simon KP II S.à.r.l.

1.1.2 La Cible

1.1.2.1 Structure du capital social

Klémurs, dont les titres sont visés par la présente opération, est une société en commandite par actions, sise 21, avenue Kléber – 75116 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro RCS 419 711 833.

La gérance de la Société est assurée par Klépierre Conseil, société par actions simplifiée, dont le siège social est également situé 21 avenue Kleber – 75116 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro RCS 398 967 000.

Le capital de Klémurs de 82.500.000 € se compose de 8.250.000 actions cotées sur le Compartiment C de NYSE Euronext depuis le 7 décembre 2006, date de son introduction en bourse au cours de 20 €. Les titres de la Société ne sont cotés sur aucun autre marché.

Klémurs est passée du régime SIIC filiale¹⁸ au régime SIIC mère lors de son introduction en bourse en décembre 2006.

Le capital et les droits de vote théoriques¹⁹ se répartissaient comme suit au 25 janvier 2013 :

Structure du capital				
	Actions	% capital	Droits de vote	% Droits de vote
Klepierre	6 939 372	84,11%	6 939 372	84,11%
CNP Assurances	375 000	4,55%	375 000	4,55%
Mutavie (MACIF)	375 000	4,55%	375 000	4,55%
Autres porteurs	535 670	6,49%	535 670	6,49%
Autres nominatifs	4 672	0,06%	4 672	0,06%
Flottant	1 290 342	15,64%	1 290 342	15,64%
Autocontrôle	20 286	0,25%	20 286	0,25%
Total	8 250 000	100,00%	8 250 000	100,00%

Au 25 janvier 2013, le nombre d'actions hors autocontrôle²⁰ était de **8.229.714 actions**.

¹⁸ Option exercée initialement le 26 septembre 2003, avec effet rétroactif au 1er janvier 2003.

¹⁹ Inclus tous les droits de vote attachés aux actions, y compris celles privées de droits de vote.

²⁰ Contrat de liquidité confié par la société Klémurs à Exane BNP Paribas.

Au 31 décembre 2012, la Société comptait 8.227.456 actions hors autocontrôle avec la structure du capital suivante :

Structure du capital				
	Actions	% capital	Droits de vote	% Droits de vote
Klepierre	6 939 372	84,11%	6 939 372	84,11%
CNP Assurances	375 000	4,55%	375 000	4,55%
Mutavie (MACIF)	375 000	4,55%	375 000	4,55%
Autres porteurs	533 412	6,47%	533 412	6,47%
Autres nominatifs	4 672	0,06%	4 672	0,06%
Flottant	1 288 084	15,61%	1 288 084	15,61%
Autocontrôle	22 544	0,27%	22 544	0,27%
Total	8 250 000	100%	8 250 000	100%

1.1.2.2 Instruments dilutifs

La gérance de Klémurs nous a confirmé l'absence d'instruments dilutifs.

1.1.2.3 Dispositions statutaires spécifiques

Les derniers statuts de Klémurs dont nous avons eu connaissance, datés du 2 avril 2008, prévoient des dispositions spécifiques concernant la rémunération de la gérance, d'une part, et le fonctionnement de la commandite, d'autre part.

(i) Gérance

La rémunération annuelle brute du Gérant se compose des éléments suivants²¹ :

- une base fixe au titre de Klémurs et de ses filiales révisée annuellement en fonction des variations de l'indice Syntec ;
- une base variable de 3 % des loyers des immeubles dont le groupe est propriétaire ou crédit-preneur ;
- une base variable en cas d'acquisition assise sur le montant de l'investissement total ;
- une base variable en cas de cession assise sur le montant total de la transaction²².

²¹ Article 13 des statuts de Klémurs.

²² La part variable représente de 0,25% et 0,75 % du montant de la transaction ; il s'agit de la grille de rémunération appliquée par Ségécé telle que communiquée par la direction financière du groupe Klépierre.

(ii) Commandite

L'associé commandité Klépierre Conseil SAS à raison de sa responsabilité indéfinie et solidaire, bénéficie d'une rémunération spécifique²³ calculée comme suit :

- 5% du bénéfice de l'exercice versé en priorité après déduction le cas échéant des pertes antérieures ;
- 5% du produit net de liquidation après règlement des passifs et remboursement du capital.

1.1.3 Titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur la fraction du capital de Klémurs non détenue par Klépierre, y compris les 20.286²⁴ actions auto détenues, soit **1.310.628 actions** au 25 janvier 2013.

Dans le cadre d'engagements d'apports signés respectivement en date du 24 et 25 janvier 2013, CNP Assurances et Mutavie se sont engagés à apporter à l'Offre les actions qu'ils détiennent, soit **375.000 actions** chacun. Les membres du directoire de Klépierre ont également exprimé leur intention d'apporter les actions qu'ils détiennent à l'Offre.

1.2 Intention de l'Initiateur

L'Initiateur, qui est le principal actionnaire de la Cible, souhaite pouvoir se recentrer sur ses activités principales.

Dans ce contexte, Klépierre souhaite retirer Klémurs de la cote afin de disposer de souplesse pour déterminer l'avenir de Klémurs et de ses actifs.

A la suite de l'Offre, Klépierre a l'intention d'examiner activement toutes les options concernant Klémurs et ses actifs, y compris – et sans que cette liste soit limitative :

- la cession de tout ou partie de Klémurs et/ou de ses actifs ;
- la conclusion de *joint-ventures*, d'alliances stratégiques ou d'accords de coopération.

Dès lors, la présente Offre vise un retrait obligatoire de la cote des titres Klémurs.

²³ Articles 28 et 30 des statuts de Klémurs.

²⁴ Chiffre arrêté au 25 janvier 2013.

Le projet d'OPAS n'a pas été annoncé au marché ; aucune suspension de cours du titre Klémurs n'est donc intervenue à la date du présent rapport.

1.3 Accords conclus dans le cadre de l'Opération

Il nous a été confirmé qu'aucun accord spécifique n'avait été conclu entre les parties dans le cadre de l'Opération.

2 PRÉSENTATION DE L'ACTIVITÉ ET DE L'ENVIRONNEMENT DE KLÉMURS

2.1 Principales caractéristiques de la Société²⁵

A sa création en 1998, Klémurs, dont le capital était intégralement détenu par Klépierre, disposait d'un patrimoine de commerce de pied d'immeubles.

Dans le cadre de son développement, Klémurs a initié à partir de 2006 un processus d'acquisition de restaurants Buffalo Grill et de magasins²⁶ situés dans des zones d'activité commerciale françaises.

Le 26 décembre 2012, Klémurs et Buffalo Grill ont signé le renouvellement par anticipation de leurs baux portant sur un total de 157 restaurants et comprenant les dispositions suivantes :

- durée des baux ferme fixée à 12 ans ;
- loyers minimum garantis de 23,9 M€ par an ;
- indexation de l'évolution de ces loyers minimum garantis sur l'indice ILC²⁷ à compter du 1^{er} janvier 2015 ;
- maintien des taux des rémunérations variables assis sur le chiffre d'affaires des magasins, identiques à ceux de la précédente convention ;
- arrêt des procédures contentieuses initiées entre les parties sur l'application des baux antérieurs.

²⁵ Source : Document de référence 2011 et site internet de la Société. [Référence du 28 janvier 2013], <http://www.klemurs.fr>.

²⁶ Mondial Moquette, Défi mode, Séphora, King Jouet et Delbard principalement.

²⁷ Indice Loyers Commerciaux.

Au 31 décembre 2012, le portefeuille de Klémurs se compose essentiellement de surfaces commerciales exploitées en France dans des zones périurbaines²⁸ pour une valeur totale de **596 M€ hors droits** (HD) et, se décompose entre les enseignes sous-portefeuilles d'acquisition suivantes :

Portefeuille au 31 décembre 2012						
Enseignes	Actifs		Valeur HD		Surface	
	Nombre	%	M€	%	m²	%
Buffalo Grill	157	50%	349	59%	96 935	34%
Autres	5	2%	20	3%	14 509	5%
Expert : RCG	162	52%	369	62%	111 444	39%
Défi Mode	102	32%	123	21%	98 687	35%
Cap Nord	13	4%	37	6%	21 357	8%
King Jouet	21	7%	22	4%	17 559	6%
Akene	3	1%	20	3%	13 512	5%
Sephora	2	1%	10	2%	1 182	0%
Da Costa	6	2%	4	1%	3 687	1%
Delbard	5	2%	11	2%	14 957	5%
Expert : BNPP	152	48%	227	38%	170 941	61%
Total	314	100%	596	100%	282 385	100%

2.1.1 Structure financière²⁹

Bilan (IFRS)			
M€	31-déc.-12	30-juin-12	31-déc.-11
	12m	6 m	12 m
Immeubles de placement	526,0	538,1	544,4
En cours de construction	0,2	0,0	-
Portefeuille immobilier	526,1	538,1	544,4
Endettement net	(365,7)	(376,5)	(370,3)
Instruments dérivés	(22,3)	(24,2)	(32,0)
Autres	(5,8)	(7,4)	(6,4)
Minoritaires	0,0	0,0	0,0
Equity - part du Groupe	132,4	130,0	135,7
Juste valeur du portefeuille	595,5	626,8	629,4
Loan-to-value	61%	60%	59%

Les comptes consolidés au 31 décembre 2012 établis selon le référentiel IFRS ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

²⁸ Cf. description de ces zones dans le document de référence 2011, p.11 à 13.

²⁹ Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012 et rapport financier semestriel 2012.

Klémurs a opté pour l'application de la norme IAS 40 selon le modèle du coût et comptabilise ainsi les immeubles de placement à leur coût historique.

Au 31 décembre 2012, la Société porte un endettement financier net de **(366) M€**³⁰ composé de :

- (50) M€ de prêt subordonné à taux variable de Klépierre ;
- (250) M€ d'avance groupe *senior* à taux variable à échéance décembre 2013 ;
- (43) M€ d'avances groupe à court terme prélevées auprès de la centrale de trésorerie de Klépierre ;
- (19) M€ de dettes de crédit-bail ;
- (4) M€ d'intérêts courus ;
- 0,4 M€ de trésorerie.

Klémurs a souscrit des instruments de couverture convertissant des emprunts à taux variable en taux fixe pour un notionnel de 250 M€ ; leur juste valeur est estimée à **(22,3) M€** au 31 décembre 2012.

Les dépôts reçus des locataires s'élèvent à **7,5 M€**.

Au 31 décembre 2012, l'actif net comptable par action ressort à **16,04 €**³¹ par action.

2.1.2 Activité et rentabilité³²

Compte de résultat (IFRS)			
M€	31-déc.-12	30-juin-12	31-déc.-11
	12m	6 m	12 m
Revenus locatifs	44,0	22,0	42,4
Loyers nets	41,3	20,3	39,4
Résultat Opérationnel	22,6	13,8	29,9
% RESOP	51%	63%	71%
Financier	(20,7)	(10,5)	(17,8)
Impôt	-	-	-
Résultat net	1,9	3,2	12,1
% Résultat net	4%	15%	29%

La convention conclue entre Klémurs et Buffalo Grill le 26 décembre 2012, si elle avait été appliquée dès 2012, aurait eu pour effet de réduire le chiffre d'affaires de la

³⁰ Les dettes à taux fixe représentent un total de l'ordre de 8 M€ portant sur quelques contrats de crédits baux.

³¹ 132,4 M€ / 8.227.456 actions hors actions d'autocontrôle (au 31 décembre 2012).

³² Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012 et rapport financier semestriel 2012.

période de 2,3 M€³³ et corrélativement les charges de gestion de 0,1 M€³⁴, soit un impact net de **(2,2) M€**.

2.1.3 Historique de dividendes

Aucune décision n'a été prise sur la distribution de dividende au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2012, l'assemblée générale approuvant l'affectation du résultat ne s'étant pas encore tenue.

Les sommes mises en distribution au cours des deux derniers exercices sont les suivantes :

Dividendes		
M€	2011	2010
Résultat net social	12,1	42,6
Dividendes	5,4	12,7
Taux de distribution	44%	30%

2.2 Positionnement des sociétés sur le marché des murs situés dans des parcs périurbains d'activités commerciales

Sur le marché de l'immobilier commercial, les parcs périurbains d'activité commerciale permettent à des enseignes à bas coût de s'implanter et de bénéficier ainsi de loyers modérés comparativement aux loyers appliqués par les centres commerciaux. Le taux d'occupation de ces structures reste exceptionnellement élevé³⁵.

Klémurs affiche un taux d'occupation exceptionnel, puisque seuls quatre locaux étaient inoccupés au 31 décembre 2012 sur les 314 du portefeuille (§ 2.1).

³³ Loyer 2012 réel au titre des baux Buffalo Grill : 26,6 M€ - loyer attendu sur les mêmes bases en application de la convention du 26 décembre 2012 : 24,3 M€. Source : direction financière de Klépierre.

³⁴ Rémunération de la gérance : 3% sur les loyers (§ 1.1.2.3) – 2,3 M€ * 3% = 0,1 M€.

³⁵ Environ 99%.

La matrice ci-dessous résume les forces et faiblesses de la Cible, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée :

Forces	Faiblesses
• Contrat de bail long terme (12 ans) avec Buffalo Grill ; droit préférentiel sur l'acquisition de nouveaux sites de l'enseigne. • Taux d'occupation élevé. • Actionnaire de référence ayant une connaissance approfondie du marché. • Soutien financier de Klépierre.	• Dépendance au groupe Buffalo Grill (60% du patrimoine de Klémurs). • Dépendance financière vis-à-vis de Klépierre. • Risque de taux sur la part des dettes à taux variable non couvertes. • Dépendance vis-à-vis de Ségécé (groupe Klépierre) qui assure la gestion locative de la totalité des actifs de Klemurs.

Opportunités	Menaces
• Zones de chalandise en périphérie urbaine présentant des opportunités de développement.	• Corrélation du marché immobilier à la conjoncture économique. • Evolution du marché de la restauration. • Renforcement des contraintes réglementaires (urbanisme, normes, environnement, autorisations administratives, sécurité...). • Restriction de l'accès au financement. • Perte du régime SIIC.

2.3 Buffalo Grill

Les locaux loués à Buffalo Grill représentent environ 60% de la valeur globale du portefeuille de Klémurs. Buffalo Grill est un des leaders de la restauration commerciale « assise ». L'enseigne jouit d'une notoriété établie sur un segment, la restauration de viandes et grillades, en tête du secteur de la restauration au sens large. Buffalo Grill propose des grilles tarifaires attractives, et multiplie le *sponsoring* d'événements (Téléthon, Fête de la gastronomie,...).

Les perspectives sectorielles anticipent une baisse de la fréquentation de la restauration commerciale assise au profit de la restauration rapide. De plus, la baisse du pouvoir d'achat des ménages, couplée à la révision à la hausse de la TVA dans le secteur de la restauration (10% en 2014), ternissent les perspectives de croissance pour les mois à venir³⁶.

³⁶ Source : Etude Xerfi « La restauration traditionnelle et les cafétérias », décembre 2012.

3 EVALUATION DE L'ACTION KLEMURS

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères.

Après avoir exposé les données structurantes de l'évaluation (§ 3.1) et les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.2), nous présenterons l'évolution du cours de bourse au cours des 12 derniers mois (§ 3.3) et les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes afin d'apprécier le caractère équitable du prix de l'action Klémurs proposé dans le cadre de l'Offre (§ 3.4).

3.1 Données structurant l'évaluation

Le nombre d'actions retenu pour l'ensemble des travaux de valorisation par action s'établit à **8.229.714** (§ 1.1.2.1) sauf stipulation différente.

3.1.1 *Référentiel comptable*

Les comptes consolidés de Klémurs sont établis en conformité avec les normes comptables internationales (référentiel IFRS) et à ce titre :

- en application de la méthode proposée par la norme IAS 40, la Société a opté pour la méthode du coût³⁷ en tant que méthode permanente, et valorise ainsi les immeubles de placement à leur coût historique sous déduction d'un amortissement déterminé selon la méthode des composants³⁸ ;
- en application de la norme IAS 36, des tests de perte de valeur sont menés sur les immeubles considérés individuellement comme des UGT³⁹ et une dépréciation est comptabilisée si la juste valeur déterminée à dire d'experts est inférieure à la valeur nette comptable⁴⁰ ;
- les instruments financiers utilisés par la Société pour se couvrir contre le risque d'augmentation des taux d'intérêt sur son endettement à taux variable (swaps) sont évalués à leur juste valeur⁴¹ ;

³⁷ Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012 et 2011, § 2.3. Les coûts intègrent les droits et les frais.

³⁸ Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012 et 2011, § 2.3 présentant les différents composants et les règles et les durées d'amortissement associées.

³⁹ Unités Génératrices de Trésorerie.

⁴⁰ Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012 et 2011, § 2.5.

⁴¹ Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012 et 2011, § 2.13.

- les emprunts sont initialement comptabilisés à leur juste valeur, nette des coûts de transaction encourus⁴², puis à leur coût amorti et les contrats de crédit-bail immobilier sont retraités comme des contrats d'emprunt et présentés nets des avances preneur versées⁴³.

3.1.2 *Date d'évaluation*

Dans nos travaux d'évaluation, et au regard des différentes méthodes retenues, nous nous sommes fondés sur l'Actif Net Réévalué (ANR) de Klémurs au 31 décembre 2012 tel qu'il ressort des comptes consolidés publiés par la Société.

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'action Klémurs est le 25 janvier 2013, dernière journée de cotation précédant celle de la finalisation du présent rapport (§ 3.3).

La capitalisation boursière moyenne 1 mois des sociétés comparables (§ 3.4.3.1) a été extraite en date du 25 janvier 2013⁴⁴.

3.1.3 *Expertises immobilières*

La juste valeur des immeubles de placement a été estimée au 31 décembre 2012 à dire d'experts⁴⁵ selon la méthode de capitalisation des revenus via un taux de rendement moyen des loyers résultant de l'observation des taux pratiqués sur le marché immobilier déterminé pour chacun des actifs, complétée suivant les experts par l'une des méthodes suivantes :

- l'actualisation des flux prévisionnels⁴⁶ ;
- ou la comparaison directe avec détermination d'une valeur au m² comparée aux données de marché⁴⁷.

Le choix entre ces deux méthodes complémentaires a été réalisé par les experts en fonction des caractéristiques des portefeuilles⁴⁸.

⁴² Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012 et 2011, § 2.13.

⁴³ Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012 et 2011, § 2.6.

⁴⁴ Source : Infanciales.

⁴⁵ L'expertise du portefeuille immobilier est historiquement répartie entre The Retail Consulting Group Expertise (RCG) et BNP Paribas Real Estate Valuation (BNPP). Cette répartition a été maintenue pour les travaux des experts immobiliers au 31 décembre 2012.

⁴⁶ BNPP.

⁴⁷ RCG.

⁴⁸ Caractéristiques du local, règles d'utilisation, et spécificités du bail, notamment pour les restaurants Buffalo Grill.

Dans le cadre de notre analyse de l'ANR, nous nous sommes entretenus avec les experts immobiliers sur la méthodologie employée, les calculs réalisés et les résultats obtenus.

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

3.2.1 Actif net comptable (ANC)

Les immeubles de placement sont comptabilisés au coût historique ; l'actif net comptable n'intègre donc pas les plus-values latentes existantes sur le portefeuille immobilier que capte l'ANR. Par construction, l'actif net comptable est donc inférieur à l'actif net réévalué, critère retenu à titre principal.

La valorisation par l'ANC n'a donc pas été retenue.

3.2.2 Actualisation des dividendes (DDM)

De manière générale, l'approche d'évaluation par le rendement est conditionnée par le statut SIIC⁴⁹ en ce qui concerne les revenus fonciers, source de dividendes récurrents ; il en va autrement d'une partie des plus-values de cession d'actifs qui peuvent interférer dans la politique de distribution.

Klépierre en tant qu'actionnaire principal de Klémurs souhaite revoir sa stratégie ; l'une des possibilités envisagées par Klépierre pourrait intégrer une cession progressive du portefeuille.

Klépierre nous a confirmé que le calendrier et les modalités de réalisation de ces éventuelles cessions n'étaient pas définis ; leur effet sur le résultat de Klémurs est dès lors difficile à anticiper.

⁴⁹ Les SIIC bénéficient d'une exonération d'impôt sur les sociétés sous réserve qu'elles distribuent :

- 85% des bénéfices provenant de la location d'immeubles avant la fin de l'exercice qui suit leur réalisation ;
- 50% des plus-values provenant de la cession d'immeubles, de droits réels immobiliers, de droits afférents à un contrat de crédit-bail ou de titres de sociétés à prépondérance immobilière avant la fin de la deuxième année qui suit leur réalisation ;
- 100% des dividendes reçus par des filiales de SIIC, les SIIC et les SPPCAV (détenues au moins à hauteur de 5% par la SIIC bénéficiaire) avant la fin de l'exercice qui suit leur perception.

En l'absence de plan d'affaires à long terme et compte tenu de la difficulté d'anticiper les niveaux de distribution futurs et l'évolution des capitaux propres en résultant, nous n'avons pas mis en œuvre la méthode de valorisation DDM.

3.2.3 DCF (Discounted Cash-Flow)

Les experts immobiliers retiennent une approche fondée sur la capitalisation des revenus⁵⁰, pour valoriser le portefeuille immobilier et donc l'ANR.

L'application de la méthode DCF s'appuyant sur une actualisation de flux serait donc redondante avec la méthode de l'ANR que nous utilisons à titre principal.

La valorisation en DCF n'a donc pas été retenue.

3.2.4 Cours de bourse cible

Le titre Klémurs n'est suivi par aucun analyste financier.

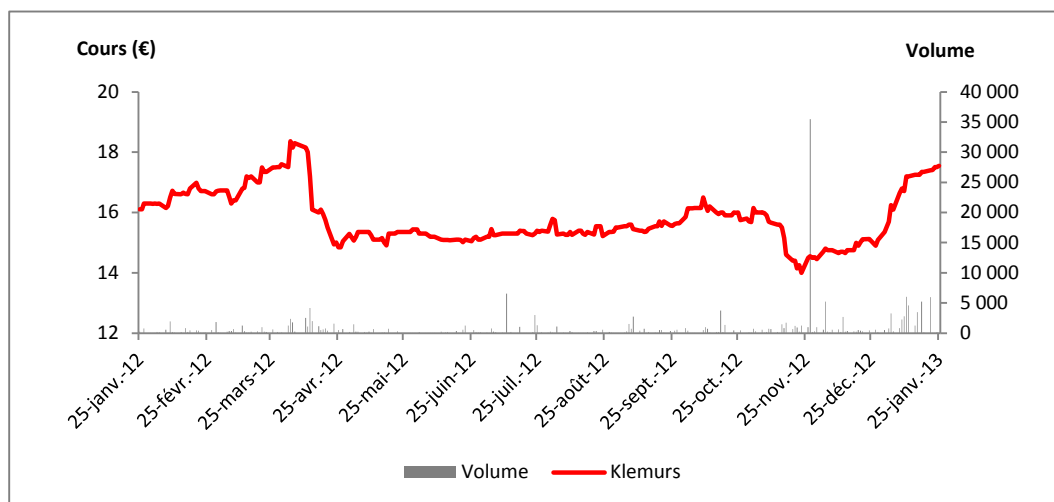
Il est donc impossible d'établir une valorisation de la Société par rapport à un objectif de cours.

3.3 Analyse du cours de bourse

Le cours de clôture de l'action Klémurs au 25 janvier 2013, dernière journée de cotation précédant celle de finalisation du présent rapport, s'élevait à 17,55 €.

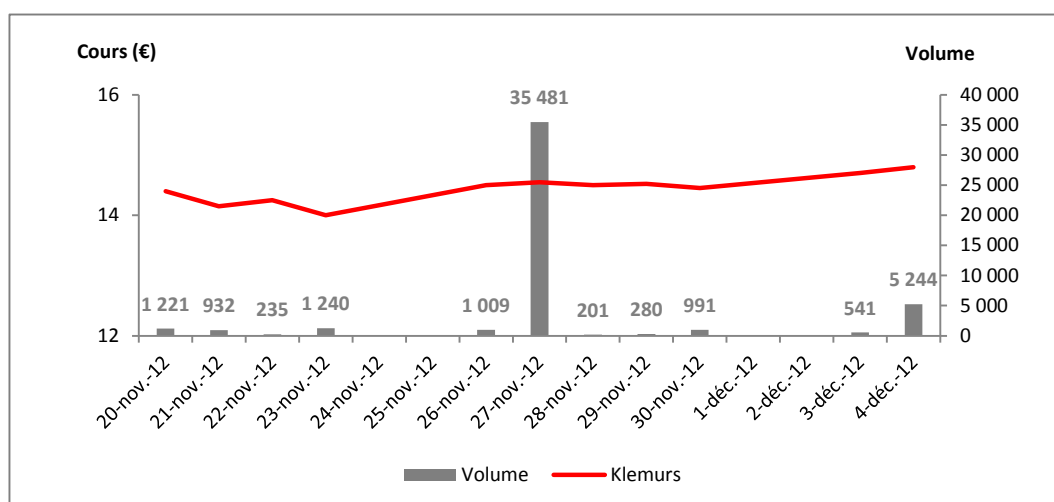
⁵⁰ Complétée par une approche DCF pour l'un d'entre eux – BNPP.

Le graphique ci-dessous retrace l'évolution du cours de Klémurs et les volumes échangés sur les 12 mois précédant le 25 janvier 2013 :



Le cours s'est apprécié depuis la publication du communiqué du 2 janvier 2013 annonçant le renouvellement à compter du 1^{er} janvier 2013 de l'ensemble des baux avec Buffalo Grill pour une durée ferme de 12 ans.

Nous avons par ailleurs identifié un échange important de titres en date du 27 novembre 2012, soit plus de 35.000 titres échangés⁵¹. Ce volume journalier est nettement supérieur au volume constaté généralement sur le titre Klémurs, qui est peu liquide ; nous avons donc exclu cette journée de transaction pour le calcul des cours moyens pondérés par les volumes.



⁵¹ 15 transactions.

L'analyse du volume des transactions au cours des 12 derniers mois met en évidence la faible liquidité des actions Klémurs, ce qui explique notamment l'absence de suivi du titre par les analystes financiers.

3.4 Appréciation du prix de l'offre

Afin d'apprécier le prix proposé pour l'OPAS, nous avons mis en œuvre plusieurs méthodes, certaines à titre principal, d'autres à titre de simple recoupement :

Méthodes retenues		
Actif net réévalué publié	✓	Principal
Actif net réévalué avec cession directe du portefeuille	✓	Principal
Cours de bourse historiques	✓	Principal
Multiples de <i>cash flow</i>	✓	Recoupement
Multiples d'ANR	✓	Recoupement
Transactions comparables	✓	Recoupement

3.4.1 Actif net réévalué (ANR)

3.4.1.1 ANR publié

L'ANR est un critère d'évaluation incontournable dans le cas d'une société foncière ; il fait l'objet d'une publication par Klémurs dans le cadre des informations complémentaires reprises dans son document de référence⁵².

Klémurs publie ainsi un ANR triple net (EPRA NNNAV) déterminé à partir de l'actif net comptable IFRS et ajusté de l'impact de la mise à la juste valeur hors droits des immeubles de placement.

Les dettes financières ne font l'objet d'aucun retraitement spécifique ; l'endettement à taux fixe étant limité⁵³, l'impact est jugé non significatif.

⁵² Source : annexe aux comptes consolidés 2011, § 8– Etat consolidé de la situation financière (format EPRA) – Document de référence 2011 ; Données transmises par la direction financière de Klépierre pour 2012 (document de référence 2012 non encore établi).

⁵³ 8 M€ au 31 décembre 2012.

L'ANR déterminé par Klémurs sur ces bases ressort à **202,4 M€** soit **24,60 €⁵⁴** par action, en base 31 décembre 2012, et s'inscrit dans la perspective d'une poursuite de l'activité⁵⁵ :

ANR	
M€	31-déc.-12
Situation nette	132,4
Plus-value latente sur patrimoine (droits compris)	106,3
Droits et frais de cession des actifs	(36,3)
EPRA NNAV	202,4
Actions hors autocontrôle	8 227 456
€ / action	24,60

3.4.1.2 ANR ajusté – cession directe du portefeuille

L'objet de l'Offre proposée résulte du souhait de Klépierre de se recentrer sur son activité principale. Dans son analyse stratégique, Klépierre examine différentes hypothèses dont l'une pourrait être la cession progressive du portefeuille d'actifs de Klémurs.

Nous notons que le financement de Klémurs est actuellement réalisé auprès du groupe Klépierre.

C'est dans ce contexte que nous avons déterminé un ANR intégrant une cession directe du portefeuille par Klémurs sans modification de sa structure d'actionnariat actuelle.

Le processus de liquidation du portefeuille n'étant pas précisé, nous avons considéré une cession globale aux valeurs actuelles de marché⁵⁶ qui a pour effet de réduire les coûts de gestion de cette cession et donc d'accroître la part revenant aux actionnaires de Klémurs⁵⁷.

Dans ce contexte, notre calcul de l'ANR « ajusté » a été effectué en procédant aux retraitements suivants par rapport à l'ANR publié.

⁵⁴ En considérant le nombre d'actions hors autocontrôle au 25 janvier 2013, l'ANR ressortirait à **24,59 €** par action.

⁵⁵ L'ANR et le nombre d'actions sont déterminés sur des bases homogènes en date du 31 décembre 2012.

⁵⁶ Les valeurs dites de marché sont les valeurs ressortant des expertises menées au 31 décembre 2012.

⁵⁷ Retraitements exposées *infra* (i), (ii), (iii).

(i) *Juste valeur des dettes à taux fixe*

Au 31 décembre 2012, Klémurs détient des dettes à taux fixe pour **8 M€**⁵⁸ qui sont comptabilisées au coût amorti.

La Société est donc exposée sur ces dettes aux variations des taux de marché sans risque et des marges de crédit. En théorie financière, le risque de ne pouvoir bénéficier d'une baisse de taux d'intérêt (coût d'opportunité) implique une hausse de la juste valeur des dettes à taux fixe.

Ce point est repris par l'EPRA qui recommande pour la détermination d'un ANR EPRA NNNAV ou « triple net » de mettre à leur juste valeur les dettes financières⁵⁹.

Pour déterminer l'ANR, la Cible ne procède à aucune évaluation de ses dettes à taux fixe à la juste valeur au motif que le retraitement est non significatif. Dès lors, l'ANR estimé ne prend pas en compte la mise à la juste valeur des dettes à taux fixe.

Dans nos travaux, nous avons procédé à un ajustement des dettes financières à leur juste valeur, qui a pour effet de les majorer à proportion de **0,6 M€**.

(ii) *Honoraires de cession*

La gérance perçoit des honoraires de cession déterminés en fonction de la transaction qui s'établissent entre 0,25% et 0,75% de son montant⁶⁰.

Dans notre approche, nous avons privilégié une cession globale induisant des honoraires au taux le plus faible, soit 0,25%⁶¹.

Nous avons déterminé l'effet sur l'ANR qui est de **1,5 M€**⁶².

Outre cette rémunération, nous n'avons pas identifié d'autres coûts directement acquittés par Klémurs de façon systématique lors des cessions.

⁵⁸ Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012.

⁵⁹ "A mark to market adjustment measured in accordance with IAS 39 in respect of all debt not held in the balance sheet at its fair value" (source : EPRA reporting – Best Practices recommendations – October 2010).

⁶⁰ Grille de tarification Ségécé appliquée sur le prix de la transaction hors droits – source : direction financière du groupe Klépierre.

⁶¹ Une cession par lot des immeubles en réduisant la valeur de transaction aurait eu pour effet de majorer les honoraires de cession ce qui minorerait l'ANR.

⁶² 596 M€ (valeur du portefeuille hors droit) * 0.25%.

(iii) *Commandite*

Comme détaillé ci-avant (§ 1.1.2.3), l'associé commandité Klépierre, à raison de sa responsabilité indéfinie et solidaire, bénéficie d'une rémunération spécifique représentant 5% du résultat de l'exercice⁶³ ou 5% du « produit net de liquidation » après règlement des passifs et remboursement du capital.

En considérant une cession immédiate du portefeuille, la part revenant aux commandités est estimée à **7 M€** :

Part commandités	
M€	31-déc.-12
Produit liquidation actif (valeur de marché portefeuille)	596,3
Règlement passif (dettes financières nettes)	(366,3)
Produit net de liquidation	230,0
Remboursement capital libéré	(82,5)
Réserves	(7,4)
Surplus	140,0
Quote-part des commandités	5%
Total	7,0 ⁶⁴

En date du 31 décembre 2012⁶⁵, l'ANR retraité en tablant sur une cession directe du portefeuille peut être estimé à **193,3 M€**, soit **23,49 € par action**⁶⁶ :

ANR ajusté	
M€	31-déc.-12
ANR publié	202,4
Juste valeur des dettes à taux fixe	(0,6)
Honoraires de cession Klémurs	(1,5)
Part des commandités	(7,0)
ANR ajusté	193,3
Actions hors autocontrôle	8 227 456
€ / action	23,49

⁶³ Sous déduction des éventuels déficits antérieurs.

⁶⁴ Données financières issues des comptes consolidés au 31 décembre 2012.

⁶⁵ Le nombre d'actions hors autocontrôle a été déterminé en date du 31 décembre 2012.

⁶⁶ Il est tenu compte des coûts de cession du portefeuille uniquement. Aucun coût de liquidation de la société n'a été pris en considération.

En tenant compte du nombre d'actions hors autocontrôle au 25 janvier 2013, l'ANR ajusté par action serait de **23,49 €**.⁶⁷

3.4.1.3 *Synthèse*

Synthèse				
€ / action		Prix offert	Klémurs	Prime / (Décote)
ANR publié	31-déc.-12	24,60	24,60	0,0%
ANR avec cession directe du portefeuille	31-déc.-12	24,60	23,49	4,7%

Le prix d'Offre déterminé par référence à l'ANR publié, qui constitue le critère de référence dans l'activité immobilière, extériorise une prime de **4,7%** par rapport à l'ANR envisagé dans une perspective de cession du portefeuille d'actifs.

L'Offre permet ainsi aux actionnaires de la Cible de bénéficier d'une rémunération plus importante que celle qu'ils auraient pu obtenir si Klémurs avait procédé directement à la cession de ses actifs dans le contexte actuel de marché puis réparti entre les actionnaires le produit de liquidation de son portefeuille.

3.4.2 *Cours de bourse*

La référence au cours de bourse s'impose dans le cas des offres publiques, notamment des OPAS éventuellement suivies d'une procédure de retrait obligatoire.

⁶⁷ 193,3 M€ / 8.229.714 actions (à niveau d'ANR invariant).

Les cours moyens pondérés par les volumes⁶⁸ à la date de référence retenue sont présentés ci-après ; à titre indicatif nous avons également mis en avant la rotation du capital calculé sur le nombre total d'actions :

Cours de bourse			
	€	Prime / (Décote)	Volumes échangés
Prix offert	24,60		
Date de référence	25-janv.-13		
Spot	17,55	40,2%	
Moyenne 30 séances	16,72	47,1%	0,5%
Moyenne 60 séances	15,56	58,1%	1,2%
Moyenne 90 séances	15,60	57,7%	1,4%
Moyenne 180 séances	15,55	58,2%	1,7%
Moyenne 360 séances	15,82	55,5%	2,8%
+ haut 12 mois	18,36	34,0%	
+ bas 12 mois	14,00	75,7%	

Le prix d'Offre assure aux actionnaires une prime de l'ordre de **50%** par rapport au cours, tout en leur assurant une liquidité dont ils ne disposaient pas jusqu'alors.

3.4.3 Comparables boursiers - multiples d'ANR

3.4.3.1 Sélection de l'échantillon

L'approche par comparaison boursière consiste à appliquer aux agrégats financiers de Klémurs les multiples boursiers observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité considérées comme comparables ; il s'agit dans le cas présent prioritairement du multiple (prime / décote) d'ANR triple net.

Nous avons sélectionné les entités de notre échantillon en considérant les similitudes existantes en termes de localisation géographique des actifs exploités (France) et de types d'actifs (commerces au sens large) ; nous avons complété ce panel en intégrant la société Tour Eiffel qui bénéficie comme Klémurs de baux de longue durée.

Les sociétés de l'échantillon sont toutes soumises à un régime de transparence fiscale (SIIC en France) qui se caractérise par une imposition au niveau de l'actionnaire final et non de la société. En contrepartie, ces sociétés ont une obligation de distribution d'une part essentielle de leurs résultats.

⁶⁸ Une variation significative des volumes échangés a été observée le 27 novembre 2012 sans élément explicatif identifié.

L'échantillon constitué est le suivant⁶⁹ :

Comparables Klemurs								
Société	Activités	% Patrimoine France	ANR EPRA NNAV (M€)	Capi. 1 mois (M€)	Multiple d'ANR	LTV	Evolution du patrimoine	
Klemurs	100% murs d'exploitation	100%	596	219	137	0,63x	61,4%	= Stable
Foncière des Murs	54% hotels 23% commerces 14% résidences médicalisées 9% autres	85%	2 887	1 370	1 163	0,85x	42,7%	Baisse de 5,8% des superficies détenues : * 1 323 460m2 au 30 juin 2012 * 1 405 189m2 au 31 décembre 2011.
Foncière Atland	76% murs d'exploitation 11% entrepôts et locaux d'activité 8% bureaux 5% commerces	100%	281	32	28	0,88x	70,0%	Baisse de 1,3% des superficies détenues : * 532 282m2 au 30 juin 2012 * 539 253m2 au 31 décembre 2011.
Patrimoine et Commerce	84% commerces 12% bureaux 4% autres	100%	466	179	113	0,63x	44,6%	Hausse de 4,1% des superficies détenues : * 200 000m2 au 30 juin 2012 * 192 119m2 au 31 décembre 2011.
Société de la Tour Eiffel	51% bureaux 31% parcs d'affaires 14% entrepôts et locaux d'activité 4% résidences médicalisées	100%	955	403	282	0,70x	55,2%	Baisse de 4,6% des superficies détenues : * 598 640m2 au 30 juin 2012 * 627 795m2 au 31 décembre 2011.
ANF Immobilier	69% commerces 31% hotels (hotels B&B)	100%	1 685	1 088	455	0,42x	32,2%	Hausse de 11,2% des superficies détenues : * 272 500m2 au 31 décembre 2011 * 245 000m2 au 31 décembre 2010, hors hotel
Moyenne						0,69x	48,9%	
Médiane						0,70x	44,6%	

Les comparables retenus présentent néanmoins des spécificités en termes d'activité, de développement et de taille qui ne leur permettent pas d'être considérés comme des comparables directs⁷⁰.

Par conséquent, l'approche analogique n'est mise en œuvre ici qu'à titre de recoupement pour apprécier le prix offert par l'Initiateur dans le cadre de l'OPAS.

⁶⁹ Les multiples d'ANR ont été déterminés sur la base des derniers ANR EPRA NNAV publiés par les sociétés sélectionnées et sur leur capitalisation boursière moyenne 1 mois au 25 janvier 2013 (source : Infiniti).

⁷⁰ ANF Immobilier a cédé fin 2012 une part significative de son portefeuille puis a procédé à une distribution exceptionnelle de dividendes et une OPRA. Ces éléments n'ont pas été retraités en l'absence de publication d'états financiers postérieurement à la réalisation de ces opérations. Comme pour les autres sociétés du panel, l'ANR retenu a été le dernier publié.

3.4.3.2 *Synthèse*

Par référence à l'ANR Klémurs au 31 décembre 2012, l'Offre extériorise, par comparaison avec le multiple d'ANR observé sur les comparables, une prime de l'ordre de 43% :

Synthèse		
		M€
ANR publié	31-déc.-12	24,60
Multiple d'ANR		0,70x
Valeur induite		17,18
Prime		43,2%

3.4.4 *Comparables boursiers - multiples de cash-flow courant*

Le portefeuille de Klémurs étant stable, nous observons que les *cash-flow* nets courants (CFNC) présentent dans le temps une grande permanence :

Cash flow nets courants							
M€	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013p
Cash Flow opérationnel	48,8	31,2	38,8	41,8	39,2	41,0	39,5
Coût de la dette net	(8,8)	(13,8)	(16,8)	(17,9)	(17,8)	(17,7)	(16,9)
Cash flow nets courants	40,0	17,4	22,0	23,9	21,4	23,3	22,6

Compte tenu de cette stabilité, il est apparu opportun d'évaluer Klémurs par référence à un multiple de *Price to Cash-Flow* pour l'année 2012, corrigé de l'impact des nouvelles conditions du bail Buffalo Grill prenant effet au 1er janvier 2013 et du droit à dividende revenant aux commandités.

Les *cash-flow* des entités de l'échantillon ont été déterminés sur la base des dernières informations financières disponibles ⁷¹ en retrayant le bénéfice net des amortissements, dépréciations et des intérêts minoritaires.

⁷¹ Informations semestrielles au 30 juin 2012 ou annuelles au 31 décembre 2011.

Outre les limites liées à la composition de l'échantillon (§ 3.4.3.1), nous considérons cette évaluation à titre de recoupement et non à titre principal, dans la mesure où elle suppose un maintien du patrimoine dans sa structure actuelle, ce qui peut ne plus correspondre à la stratégie de Klémurs :

Comparables Klemurs			
Société	Capi. 1 mois (M€)	CFNC 2012 (M€)	Multiple de CFNC
Klemurs	137	21,0	6,53x
Foncière des Murs	1 163	128,7	9,04x
Foncière Atland	28	(1,3)	(21,16x)
Patrimoine et Commerce	113	14,3	7,89x
Société de la Tour Eiffel	282	33,4	8,43x
ANF Immobilier	455	43,9	10,35x
Moyenne (hors Foncière Atland)			8,93x
Médiane (hors Foncière Atland)			8,73x

Par transposition des multiples de *cash-flow* nets courants des comparables, en considérant un CFNC Klémurs 2012 de **21 M€**⁷² le prix d'Offre extériorise une prime de **16,2%** :

Synthèse	
	M€
CFNC Klemurs 2012 retraité	21,0
Part commandités	(1,1)
Médiane (hors Foncière Atland)	8,73x
Equity Klémurs	174,2
Nombre d'actions	8 229 714
€ / action	21,17
Prime	16,2%

3.4.5 Transactions externes

A titre également de recoupement, nous avons examiné les opérations d'offre publique de retrait⁷³ intervenues sur des sociétés immobilières au cours des trois dernières années :

⁷² CFNC 2012 publié de 23,3 M€ minoré (i) de l'ajustement de (2,2) M€ au titre des baux Buffalo Grill (§ 2.1.2) – *Supervisory Board* – 20 décembre 2012 et (ii) de la part des commandités de 5% du *Cash flow* soit (1,05) M€.

⁷³ Sauf Eurosic qui relève d'une OPA.

Comparables Klemurs				
Société cible	Initiateur	Date d'opération	Type d'opération	Prime / (Décote)
Compagnie La Lucette	Icade	10-avr.-10	OPR	-
Tesfran	Testa	27-mai-11	OPR	1,1%
Eurosic	Monroe	7-juil.-11	OPA	-
Docks Lyonnais	BOCA Sarl	3-févr.-12	OPAS	-
Foncière Massena	Massena Property	8-juin-12	OPR-RO	1,5%
Foncière Europe Logistique	Foncière des Régions	6-sept.-12	OPR-RO	-

Il en ressort que les opérations ont été réalisées à un prix d'offre correspondant à l'ANR à l'exception des opérations portant sur les cibles Tesfran et Foncière Massena pour lesquelles des primes ont été relevées.

D'après les notes d'information relatives à ces opérations, ces primes ont été justifiées comme suit :

- **Tesfran** : la pénalité de sortie du régime SIIC a impacté négativement l'ANR 2010, laissant apparaître une prime au moment de l'opération en mai 2011 ;
- **Foncière Massena** : les taux de vacance observés étant de nature à peser durablement sur l'ANR de la Société, une décote avait été pratiquée. Le prix d'Offre ne tenant pas compte de ce facteur, il ressort mécaniquement avec une prime sur ANR.

Dès lors, ces retraitements étaient destinés à déterminer un ANR à la date de l'opération.

En conséquence, toutes les opérations ont été réalisées avec un prix d'offre égal à l'ANR à la date de l'opération. Par transparence avec le critère des transactions externes, la valeur du titre Klépierre ressortirait donc au prix d'Offre de 24,60 €⁷⁴.

⁷⁴ 24,59 € si l'on considère le nombre d'actions hors autocontrôle au 25 janvier 2013. (§ 3.4.1.1).

3.4.6 Synthèse sur l'appréciation du prix d'Offre

La synthèse chiffrée de nos travaux est présentée ci-après :

Synthèse			
	nombre actions	Klémurs (€/action)	Prime / décote induite
A titre principal			
ANR publié	8 227 456	24,60	0,0%
ANR avec cession directe du portefeuille	8 229 714	23,49	4,7%
Cours - Spot (25/01/2013)	8 229 714	17,55	40,2%
Cours - Moyenne 30 séances	8 229 714	16,72	47,1%
Cours - Moyenne 60 séances	8 229 714	15,56	58,1%
Cours - Moyenne 90 séances	8 229 714	15,60	57,7%
Cours - Moyenne 180 séances	8 229 714	15,55	58,2%
Cours - Moyenne 360 séances	8 229 714	15,82	55,5%
A titre de recoupement			
Multiple médian ANR 2012	8 227 456	17,18	43,2%
Price-to-Cash Flow médian 2012	8 229 714	21,17	16,2%
Multiple de transactions	8 229 714	24,60	0,0%

De nos travaux nous concluons que :

- le prix offert de 24,60 € correspond à l'ANR publié et présente une légère prime par référence à un ANR intégrant une cession directe du portefeuille par Klémurs ;
- l'Offre permet aux actionnaires de Klémurs de bénéficier d'une liquidité de leur participation, dont ils ne disposaient pas jusqu'alors ;
- cette liquidité s'accompagne d'une prime significative sur le cours ;
- les approches de recoupement sur les comparables boursiers (multiples d'ANR et multiples de *cash flow* courant) confortent la présence d'une prime ; les comparaisons sur les transactions antérieures à la présente Offre sont en ligne avec le prix d'Offre.

4 ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation de Morgan Stanley, en sa qualité d'établissement présentateur garant, et avons discuté avec leurs auteurs des calculs effectués et des conclusions qui s'en dégagent.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles Morgan Stanley a eu recours. Le tableau ci-dessous présente de manière synthétique les différentes approches envisagées de part et d'autre et les résultats qui en découlent :

Comparaison					
€ / action	Expert		Etablissement présentateur		
ANR publié - 31 décembre 2012	Principal	24,6	Principal	24,6	
ANR publié - 30 juin - ajusté Buffalo Grill	Non retenu	na	Principal	22,5	
ANR publié - 31 décembre 2012 - cession directe du portefeuille	Principal	23,5	Non retenu	na	
Cours de bourse historiques	Principal	15,6 - 17,6	Principal	15,6 - 17,6	
Transactions comparables	Recoupement	24,6	Principal	22,5 - 24,7	
Multiples de cash flow	Recoupement	21,2	Principal	23,8 - 24,5	
Multiples d'ANR	Recoupement	17,2	Principal	16,7 - 19,7	

4.1 Détermination de l'ANR

Nous avons complété l'analyse effectuée à partir de l'ANR publié au 31 décembre 2012 en estimant un ANR intégrant les perspectives de cession du portefeuille.

De son côté, l'établissement présentateur a considéré en méthode complémentaire, un ANR au 30 juin 2012 intégrant une valeur du portefeuille Buffalo Grill ajusté de l'impact de la renégociation du bail intervenue sur le second semestre.

4.2 Bases de calculs du cours pondéré par les volumes

Morgan Stanley a calculé des moyennes de cours sur des références mensuelles, alors que nous avons privilégié des moyennes sur un nombre de jours de cotations.

4.3 Sélection des comparables

Les trois sociétés constituant l'échantillon des comparables de Morgan Stanley figurent également dans notre propre échantillon. Nous avons pris en compte deux sociétés complémentaires sélectionnées en fonction de notre critère de sélection attaché aux caractéristiques du portefeuille ou des baux.

Nous avons considéré que les sociétés intégrées par l'établissement présentateur dans son panel élargi présentaient des spécificités qui ne les rendent pas comparables à Klémurs⁷⁵.

4.4 Multiples de transactions comparables

Nous avons sélectionné les mêmes transactions que Morgan Stanley, à l'exception de l'OPA de PHRV par Foncière Paris France qui a fait l'objet d'une surenchère.

Morgan Stanley a déterminé une prime observée sur son échantillon de transactions en opérant une moyenne.

Nous avons, quant à nous, privilégié une analyse qualitative des primes sur ANR qui ont ensuite été retraitées sur deux opérations (§ 3.4.5).

⁷⁵ Mercialys a un portefeuille axé sur les galeries commerciales soit une activité présentant des caractéristiques non homogènes avec Klémurs. Altarea Cogedim et Frey ont un patrimoine composé de *retail park* soit plus proche de celui de Klépierre que de Klémurs. En outre, Altarea Cogedim exerce également une activité de promotion.

5 CONCLUSION

A l'issue de nos travaux sur les éléments d'appréciation de l'Offre, nous retenons les points suivants :

- l'Offre permet d'offrir aux actionnaires de Klémurs une liquidité de leur participation, dont ils ne disposaient pas jusqu'alors ;
- à cette liquidité est associée la présence d'une prime significative sur le cours induite par le prix d'Offre ;
- le prix offert est équivalent au dernier ANR publié et présente une légère prime par rapport à un ANR estimé en considérant une cession immédiate du portefeuille de Klémurs.

Attestation d'équité

Au regard de ces éléments, nous sommes d'avis que le prix proposé de 24,60 € est équitable d'un point de vue financier dans la perspective tant de l'OPAS que du retrait obligatoire qui pourrait s'ensuivre.

Fait à Paris, le 29 janvier 2013

LEDOUBLE SA

Agnès Piniot

ANNEXES

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

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble SA

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- revue de presse et recherches documentaires
- analyse de l'Opération et de son cadre juridique
- analyse des informations financières publiques sur les années 2011 et 2012
- entretiens avec la Gérance de la Cible en la personne de M. Jean-Michel Gault, *Directeur Général Délégué* de Klepierre et de M. Baptiste Foirest, *Acquisition Manager*
- exploitation de l'analyse des termes de l'Offre et des éléments d'évaluation recueillis auprès de l'établissement présentateur

2. Travaux de valorisation

- analyse de la convention conclue le 26 décembre entre Klémurs et Buffalo Grill
- revue des évaluations réalisées par les experts immobiliers et mise en œuvre de sondages et de contrôles de cohérence sur leurs travaux
- entretien avec les experts immobiliers
- exploitation du rapport annuel 2012 sur les comptes consolidés du groupe Klémurs
- reconstitution de l'actif net réévalué et retraitement dans une perspective de liquidation du portefeuille
- examen du cours de bourse de Klémurs
- constitution d'un panel de « comparables »
- recherche de références et de multiples transactionnels
- évaluation multicritères

3. Rapport d'expertise

- réunions et entretiens téléphoniques
- rédaction d'une lettre de mission et de propositions de lettres d'affirmation destinées à la direction de la Cible et de l'Initiateur
- rédaction de l'attestation d'équité
- administration et supervision de la mission

4. Rémunération de l'expert

Le montant des honoraires aux termes de la lettre de mission de Ledouble SA en date du 8 janvier 2013 s'établit à 80.000 € (hors taxes et frais de mission).

Annexe 2 : Calendrier de l'étude

Semaine du 17 décembre 2012

- Désignation de l'expert par le Conseil de surveillance
- Prise de connaissance de l'Opération
- Prise de connaissance des informations publiques disponibles

Semaines du 24 et du 31 décembre 2012

- Demandes d'informations
- Analyse historique comptable et financière de la Cible
- Examen de l'évolution du cours de bourse de la Cible

Semaine du 7 janvier 2013

- Analyse des études sectorielles
- Constitution d'un panel de sociétés comparables
- Recherche de transactions comparables
- Examen des comptes consolidés de Klémurs au 31 décembre 2012
- Revue des évaluations immobilières et recensement des méthodes mises en œuvre par les experts immobiliers
- Entretien et échanges avec les représentants de la Cible et de l'Initiateur

Semaine du 14 janvier 2013

- Demandes d'informations complémentaires
- Mise en œuvre d'approches d'évaluation multicritères
- Analyse du rapport d'évaluation établi par l'établissement présentateur
- Entretiens et échanges avec l'établissement présentateur
- Entretien avec les représentants des cabinets d'expertise immobilière

Semaine du 21 janvier 2013

- Travaux d'évaluation
- Actualisation des travaux d'évaluation en fonction des dernières informations disponibles
- Analyse du projet de note d'information
- Rédaction du rapport d'expertise indépendante

Semaine du 28 janvier 2013

- Signature du rapport d'expertise indépendante et diffusion en vue du Conseil de surveillance entérinant le lancement de l'Offre et du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF

Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble SA

Klémurs

- Représentants de la gérance Klépierre Conseil du groupe Klépierre

Klépierre

- Jean-Michel Gault *Directeur Général Délégué*
- Frédéric de Klopstein *Directeur des Investissements*
- Baptiste Foirest *Acquisition Manager*

Cleary Gottlieb

- Fabrice Baumgartner *Avocat*
- Sophie de Beer *Avocat*
- Laurent Gautier *Avocat*

Morgan Stanley

- Ludovic Jacquot *Managing Director*
- Alban de La Sablière *Managing Director*
- Thomas Bimont *Vice-President*

Linklaters

- Alice Magnan *Avocat*

BNP Paribas Real Estate

- Jean-Claude Dubois *Chairman*
- Isabelle Denis *Directeur Opérationnel Ile de France*

The RetailConsulting Group Expertise

- Christopher M. Wicker *Gérant*
- Nadia Mackenzie-Taylor *Directrice*

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

Documentation juridique de la Cible

- Procès-verbaux des assemblées générales (2010-2012⁷⁶)
- Procès-verbaux des décisions du gérant (2010-2012⁷⁷)
- Procès-verbaux du Conseil de surveillance (2010-2012⁷⁸)
- Rapport de la gérance à l'assemblée générale mixte du 10 avril 2012
- Extrait Kbis au 2 janvier 2013 et statuts mis à jour au 2 avril 2008
- Etat des privilèges et des inscriptions au greffe du tribunal de commerce
- Convention du 26 décembre 2012 entre Buffalo Grill et Klémurs
- Liste des crédits-baux immobiliers en cours au 31 décembre 2012
- Exemples de contrats de bail conclus entre Klémurs et les locataires
- Contrat de prêt intragroupe entre Klémurs et Klépierre du 25 juillet 2011 et du 20 décembre 2011
- Détails du contrat SWAP souscrit auprès de BNP Paribas en date du 3 novembre 2006
- Compte-rendu du Comité d'audit du 16 juillet 2012

⁷⁶ Jusqu'au 10 avril 2012.

⁷⁷ Jusqu'au 30 janvier 2012.

⁷⁸ Jusqu'au 20 décembre 2012.

Documentation comptable et financière de la Cible

- Rapports financiers annuels et semestriels 2011 et 2012
- Prévision d’atterrissage 2012 et résultats 2013 budgétés
- Etats financiers consolidés au 31 décembre 2012 en projet puis définitifs
- Note d’introduction en bourse du 27 novembre 2006
- Evaluations détaillées du portefeuille d’actifs au 31 décembre 2012 réalisées par les experts immobiliers BNP Paribas Real Estate et RCG Consulting
- Communiqués de présentation des résultats trimestriels, semestriels et annuels

Documentation de l’Initiateur

- Rapports financiers annuel 2011 et semestriel 2012

Travaux de l’établissement présentateur

- « Projet Kephren – éléments d’appréciation du prix de l’offre – janvier 2013 »

Bases de données

- Thomson One Banker
- InFinancials
- Xerfi 700

Informations en ligne

- <http://www.klemurs.fr>⁷⁹
- <http://www.klepierre.com>⁸⁰
- <http://www.dtz.com>⁸¹

⁷⁹ Site de la Société.

⁸⁰ Site de l’Initiateur.

⁸¹ Site de DTZ.

- <http://www.epra.com>⁸²
- <http://www.amf-france.org>⁸³
- <http://www.cms-aacs.com>⁸⁴
- <http://www.boursorama.com>⁸⁵

⁸² Site de l'EPRA.

⁸³ Site de l'AMF.

⁸⁴ Site de CMS Adonnino Ascoli & Cavasola Scamoni.

⁸⁵ Site de Boursorama

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble SA

Ledouble SA est un cabinet spécialisé dans l'expertise comptable et financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine au cours des dernières années figurent en **annexe 6**. Ledouble SA est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Agnès PINIOT (46 ans), Directeur général de Ledouble SA - Associée

- Expert en finance près la Cour d'Appel de Versailles
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine, Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Membre de l'APEI
- Membre de la Commission « Evaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes
- Conduit régulièrement des missions d'évaluation portant sur des opérations publiques ou privées, ainsi que des interventions d'assistance aux litiges à caractère privé

Sébastien SANCHO (35 ans), Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Titulaire du Master de finance d'entreprise et d'ingénierie financière de l'Université Paris Dauphine et de l'*Islamic Finance Qualification*
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Intervient régulièrement dans des missions d'attestation d'équité et d'évaluation

Nicolas POUPET (29 ans)

- Master II Finance de l'IAE de Paris
- Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Dauphine
- Expert-comptable stagiaire
- Intervient régulièrement dans des missions d'attestation d'équité et de commissariat aux apports

Marc de LA BEDOYERE (26 ans)

- Master Spécialisé Ingénierie Financière de l'EM Lyon
- Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Panthéon-Sorbonne
- Intervient dans des missions dans des missions d'attestation d'équité et de commissariat aux apports

Charles DEGRASSAT (26 ans)

- Master de finance à l'Université Paris-Dauphine
- Master professionnel ingénierie financière et stratégie fiscale à la Sorbonne
- Intervient dans des missions dans des missions d'attestation d'équité et de commissariat aux apports

Dominique LEDOUBLE (62 ans), Président de Ledouble SA

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

- HEC, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en droit
- A fondé Ledouble SA (anciennement CDL) en 1993 après avoir été Directeur du Développement à la Fiduciaire de France puis associé de Salustro-Reydel
- Président de la Fédération Française des Experts en Evaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI)
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante ou de commissariat aux apports ou à la fusion
- Professeur associé au CNAM et chargé de cours à Sciences-Po

Annexe 6 : Liste des dernières expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA

<u>Année</u>	<u>Société concernée</u>	<u>Banque présentatrice</u>
2013	Elixens	Banque Palatine
2012	Orchestra Kazibao	Arkeon Finance
2012	Leguide.com	Natixis
2011	Eurosic	Natixis
2011	Metrologic	HSBC
2011	Merci Plus	Oddo Corporate Finance
2010	Stallergenes	Deutsche Bank
2010	Initiative et Finance	Rothschild
2010	Sperian Protection	BNP Paribas
2010	Sodifrance	Portzamparc
2010	Radiall	Oddo Corporate Finance
2009	Foncière Développement Logement	Société Générale et Calyon
2009	L'Inventoriste	Dexia Securities France
2009	GiFi	Société Générale
2009	Homair Vacances	Arkeon Finance
2008	Keyrus	Calyon
2008	Réponse SA	Rothschild Transaction R
2008	SASA	Oddo Corporate Finance
2008	Sodexo	Lazard
2008	Alain Afflelou	Lazard
2008	CEDIP	Oddo Corporate Finance
2007	XRT	BNP Paribas
2007	Aufeminin.com	BNP Paribas
2007	Cross Micropole	Oddo Corporate Finance
2007	Lucia	BNP Paribas
2007	Buffalo grill	Rothschild et IXIS CB
2007	APEM	Société Générale

Annexe 7 : Comparables

Foncière des Murs

Foncière des Murs est une société de placement immobilier (REIT) spécialisée dans la détention et le management de murs d'exploitation. Son portefeuille comprend des hôtels, des instituts thérapeutiques de massage, des cliniques, des restaurants et des lieux de villégiature situés en France et en Europe.

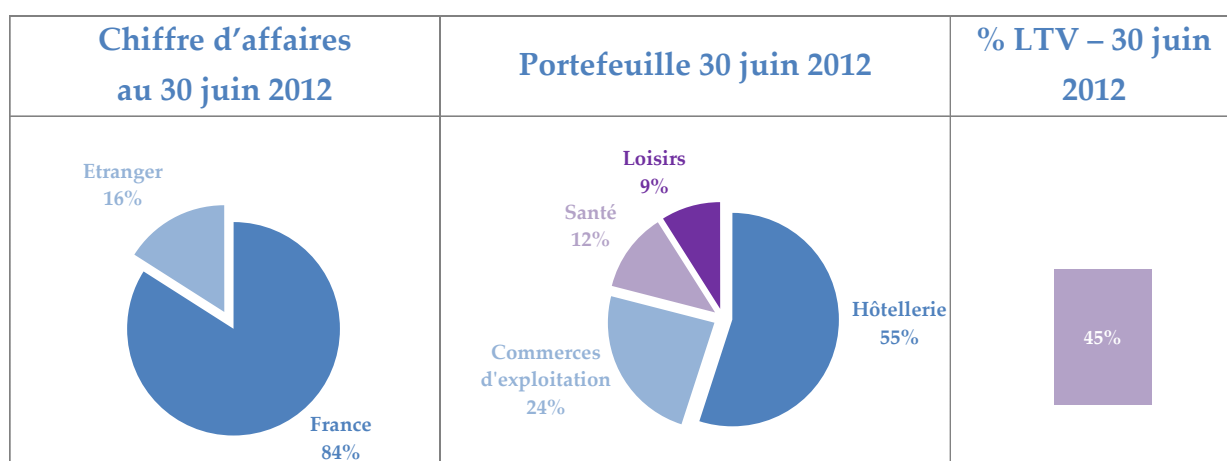
Société d'investissement immobilière cotée sur le marché réglementé NYSE Euronext Paris (compartiment B), son patrimoine s'élève en novembre 2012 à 3,1 Md€.

En novembre dernier, la société a acquis un portefeuille de 165 hôtels B&B.

La société est cotée sur le marché réglementé NYSE Euronext Paris (compartiment A) et affiche une capitalisation boursière de l'ordre de 1,2 Md€.

Les contributions des activités au 30 juin 2012 (6 mois) sont les suivantes :

Foncière des Murs				
30-juin-12	Loyers (M€)		Résultat opérationnel (M€)	% Résultat opérationnel
	6m		6m	6m
Hôtels	47,0	52%		
Commerce d'exploitation	22,1	24%		
Loisirs	8,3	9%		
Santé	13,4	15%		
Total	90,7	100%	86,0	95%



Foncière Atland

Intégrée au Groupe Atland, Foncière Atland est une société foncière cotée, bénéficiant du statut SIIC, spécialisée dans l'immobilier d'entreprise, les bureaux, les locaux d'activité et les entrepôts et commerce.

L'activité de la société se structure autour de deux métiers :

- l'externalisation d'actifs immobiliers ;
- la construction de bâtiments clé en main locatifs.

La stratégie de la société repose sur une diversification de ses sources de revenus à travers :

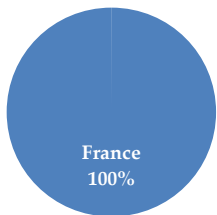
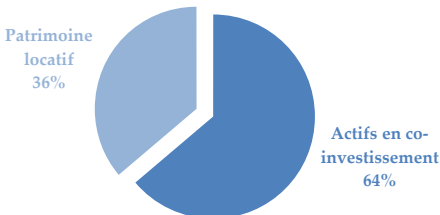
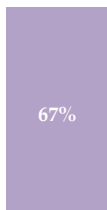
- de nouveaux partenariats d'externalisation d'actifs ;
- de nouvelles opérations de construction clés en main ;
- le développement de *l'asset management* dans le cadre de co-investissements.

Au 30 juin 2012, l'ANR EPRA triple net (liquidation) de la société est de 68,47 € par action.

La société est cotée sur le marché réglementé NYSE Euronext Paris (compartiment C) et affiche une capitalisation boursière de l'ordre de 27 M€.

Les contributions des activités au 30 juin 2012 (6 mois) sont les suivantes :

Foncière Atland				
30-juin-12	Chiffre d'affaires M(€)		Résultat opérationnel (M€)	% Résultat opérationnel
	6m		6m	6m
Investissement / Loyers	4,2	50%	0,8	10%
Construction	3,5	43%		
Asset management	0,5	7%		
Total	8,2	100%		

Chiffre d'affaires au 30 juin 2012	Portefeuille 30 juin 2012	% LTV – 30 juin 2012
 France 100%	 Patrimoine locatif 36% Actifs en co-investissement 64%	 67%

Patrimoine et Commerce

Patrimoine et Commerce est une holding française spécialisée dans la détention et la gestion d'actifs immobiliers commerciaux, situés en banlieue ou dans le centre de villes de tailles moyennes en France, Guadeloupe et Martinique.

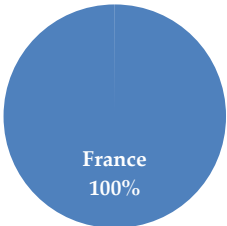
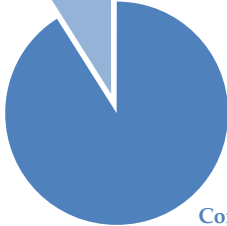
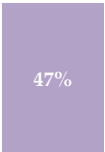
La société compte parmi ses locataires BNP Paribas, Hygena, Alain Afflelou, Vivarte, La Poste, Carrefour, Casino, CIC, Celio, Kiabi, Picard, Weldom, Conforama, Darty, ou encore Générale d'Optique.

Au 30 juin 2012, l'ANR hors droit de la société s'établit à 128 M€.

La société est cotée sur le marché réglementé NYSE Euronext Paris (compartiment C) et affiche une capitalisation boursière de l'ordre de 120 M€.

Les contributions des activités au 30 juin 2012 (6 mois) sont les suivantes :

Patrimoine et Commerce				
30-juin-12	Revenus locatifs (M€)		Résultat opérationnel (M€)	% Résultat opérationnel
	6m		6m	6m
Total	8,9	-	6,7	75%

Chiffre d'affaires au 30 juin 2012	Portefeuille 30 juin 2012	% LTV – 30 juin 2012
 France 100%	 Bureaux et activités 9% Commerces 91%	 47%

Société de la Tour Eiffel

Société de la Tour Eiffel est une société française spécialisée dans la détention et la gestion de biens immobiliers commerciaux.

Fin 2011, le portefeuille de la société comprend des bureaux, des parcs tertiaires, des entrepôts, des centres de dépôts, ou encore des maisons de retraites.

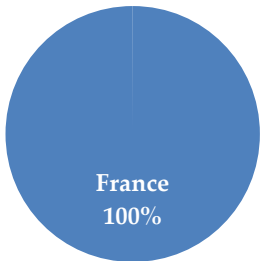
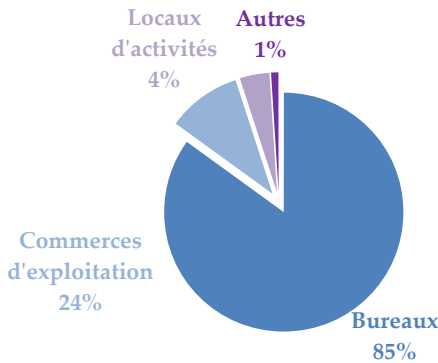
Depuis 2006, la société développe une activité de construction d'immeubles neufs pour répondre à l'évolution du marché locatif.

Au 30 juin 2012, l'ANR EPRA triple net de la société s'établit à 68,9 € par action.

La société est cotée sur le marché réglementé NYSE Euronext Paris (compartiment B) et affiche une capitalisation boursière de l'ordre de 285 M€.

Les contributions des activités au 30 juin 2012 (6 mois) sont les suivantes :

Société de la Tour Eiffel				
30-juin-12	Loyers (M€)		Résultat opérationnel (M€)	% Résultat opérationnel
	6m		6m	6m
Total	35,0	0%	27,2	78%

Chiffre d'affaires au 30 juin 2012	Portefeuille 30 juin 2012	% LTV – 30 juin 2012
 France 100%	 Locaux d'activités 4% Autres 1% Commerces d'exploitation 24% Bureaux 85%	 55%

ANF Immobilier

ANF Immobilier est une société française spécialisée dans les investissements immobiliers. Elle détient et gère un certain nombre d'immeubles mixtes et des hôtels. Ses actifs sont essentiellement situés dans les métropoles régionales avec deux fortes implantations dans les centres villes lyonnais et marseillais. La société détient également un portefeuille de murs d'hôtels loués à B&B. Les 12 et 13 novembre 2012, la société a cédé 158 murs d'hôtels exploités sous cette enseigne à un consortium mené par Foncière des murs.

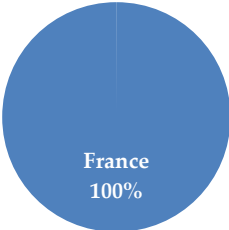
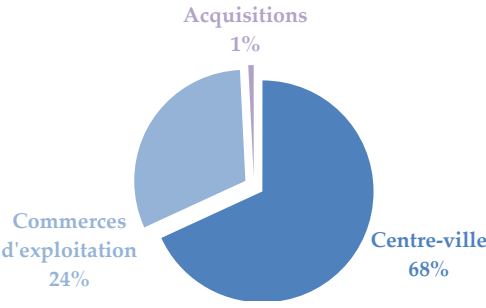
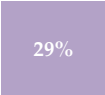
ANF a actuellement des projets en développement à Bordeaux.

Au 30 juin 2012, soit avant le processus de cession, l'ANR EPRA triple net de la société s'établit à 39,7 € par action.

La société est cotée sur le marché réglementé NYSE Euronext Paris (compartiment B) et affiche une capitalisation boursière de l'ordre de 3,9 Md€ à ce jour.

Les contributions des activités au 30 juin 2012 (6 mois) sont les suivantes :

ANF Immobilier					
30-juin-12	Chiffre d'affaires M(€)		Résultat opérationnel (M€)		% Résultat opérationnel
	6m		6m		6m
Patrimoine centre ville	21,5	56%	15,1	49%	70%
Hôtels B&B	16,9	44%	15,5	51%	91%
Total	38,5	100%	30,6	100%	79%

Chiffre d'affaires au 30 juin 2012	Portefeuille 31 décembre 2011	% LTV – 31 décembre 2011
 France 100%	 Acquisitions 1% Commerces d'exploitation 24% Centre-ville 68%	 29%

7. **PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE**

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

Laurent Morel

Président du directoire de Klépierre, elle-même présidente de Klépierre Conseil, elle-même gérante de Klémurs