

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR



**EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS
DE LA SOCIETE PARIS REALTY FUND S.A. (« PAREF »)**

INITIEE PAR

FOSUN PROPERTY EUROPE HOLDINGS (LUX) S.À R.L.



Ce projet de note d'information en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 18 septembre 2017 conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

Ce projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Valphi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de PAREF (www.paref.com) et peut être obtenu sans frais au siège social de PAREF.

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

Un communiqué sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	3
1.1 Parties à l'Offre	3
1.2 Offre	3
1.3 Contexte de l'Offre et Modalités d'acquisition des blocs d'actions	3
2. TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	5
2.1 Termes de l'Offre	5
2.2 Nombre et nature des titres visés par le projet d'Offre	5
2.3 Déroulement de l'Offre	6
3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	7
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE.....	8
5. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	9
6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	9
7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	10
7.1 Contrat de cession	10
7.2 Engagements de non-apport à l'Offre.....	10
7.3 Option d'Achat.....	10
8. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE	10
8.1 Structure du capital de la Société	10
8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	11
8.2.1 Obligation de déclaration du franchissement de seuils	11
8.2.2 Transfert d'actions.....	11
8.2.3 Droit de vote double	11
8.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	12
8.4 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur des actions	12
8.5 Liste des détenteurs de toute action comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	12
8.6 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	12
8.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	12
8.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	12
8.8.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration.....	12
8.8.2 Modification des statuts de la Société.....	13
8.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	13
8.10 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle	14
8.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	15
9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	15

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Parties à l'Offre

En application du titre III du Livre II et, plus particulièrement des articles 233-1 et suivants et 234-2 du règlement général de l'AMF, Fosun Property Europe Holdings (Lux) S.à r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 6 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés du Luxembourg sous le numéro B 215683 (l'« **Initiateur** »), détenue à 100% par la société Fosun Property Holdings Limited, société soumise au droit de Hong-Kong (« **Fosun Property Holdings** »), s'est engagée irrévocablement à offrir à l'ensemble des actionnaires de PAREF, société anonyme de droit français, dont le siège social est situé 8 rue Auber, 75009 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 412 793 002 (la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris sur le compartiment C (sous le code ISIN FR0010263202, mnémonique « PAR »), d'acquérir, en numéraire, la totalité de leurs actions PAREF au prix de 73 euros par action dans les conditions décrites à la section 2 ci-après (l'« **Offre** »).

Fosun Property Holdings est détenue par Fosun International Limited tel que décrit à la section 1.1.1 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

1.2 Offre

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, en numéraire, la totalité des actions de la Société qu'il ne détient pas déjà (directement ou indirectement), seul ou de concert, représentant à la connaissance de l'Initiateur, un maximum de 497.129 actions au 15 septembre 2017 (en excluant les actions de la Société détenues par la SAS Anjou Saint Honoré et Monsieur Hubert Lévy-Lambert soumises aux engagements de non-apport décrits à la section 7.2 ci-dessous et les actions de la Société détenues par la SAS Anjou Saint Honoré faisant l'objet de l'Option d'Achat décrite à la section 7.3 ci-dessous), à un prix de 73 euros par action (ce prix tient compte de la mise en paiement, le 9 juin 2017, d'un dividende d'un montant de 2 euros par action).

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 20 juillet 2017, de 494.473 actions de la Société représentant 40,91 % du capital et des droits de vote de la Société, ayant conduit l'Initiateur à franchir à la même date le seuil de 30 % du capital et des droits de vote de la Société, et revêt donc un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

1.3 Contexte de l'Offre et Modalités d'acquisition des blocs d'actions

A la date du 30 juin 2017, la répartition du capital et des droits de vote de la Société était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions*	% capital	Nombre de droits de vote théoriques**	% droits de vote théoriques
Anjou Saint Honoré SAS	285.521	23,62%	417.342	23,49%
Anjou Saint Honoré SCI	114.600	9,48%	229.200	12,90%
Hubert Lévy-Lambert	750	0,06%	1.500	0,08%
Guillaume Lévy-Lambert	5.334	0,44%	10.668	0,60%
Total du Groupe Lévy-Lambert	406.205	33,61%	658.710	37,07%
Gesco	110.598	9,15%	218.705	12,31%
SL 1	19.056	1,58%	38.112	2,14%
Madar	11.743	0,97%	23.486	1,32%
Jean-Louis Charon	6.666	0,55%	13.332	0,75%
Picard SAS	2.120	0,18%	4.240	0,24%
MO 1	133.170	11,02%	266.340	15,00%
Apicil Assurances	61.601	5,10%	61.601	3,47%

Actionnaires	Nombre d'actions*	% capital	Nombre de droits de vote théoriques**	% droits de vote théoriques
Groupe Spirit	93.308	7,72%	93.308	5,25%
Autres actionnaires	352.829	29,19%	387.677	21,82%
Paref (actions auto-détenues)	11.407	0,94%	11.407	0,64%
Total	1.208.703	100%	1.776.918	100%

* Nombre d'actions arrêté au 30 juin 2017

** Nombre de droits de vote théoriques arrêté au 30 juin 2017 ; en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total des droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions privées de droits de vote.

A l'issue de discussions relatives à la recherche d'un nouvel actionnaire de référence pour la Société, l'Initiateur a acquis hors marché en vertu d'un contrat de cession d'actions (le « **Contrat de Cession** »), le 20 juillet 2017, auprès du groupe Lévy-Lambert, de GESCO, de MO1 et d'APICIL Assurances, un bloc d'actions représentant 40,91% du capital et des droits de vote de la Société, au prix de 73 euros par action de la Société, selon la répartition suivante (l'« **Acquisition du Bloc** ») :

Actionnaires cédants	Actions acquises	Prix d'acquisition (EUR)
SAS Anjou Saint Honoré	183.770	13.415.210 EUR
Guillaume Lévy-Lambert	5.334	389.382 EUR
Gesco	110.598	8.073.654 EUR
MO1	133.170	9.721.410 EUR
APICIL Assurances	61.601	4.496.873 EUR
TOTAL	494.473	36.096.529 EUR

L'Initiateur bénéficie en outre, de la part d'Anjou Saint Honoré, d'une promesse de vente portant sur un maximum de 110.000 actions, soit 9,10% du capital social de la Société, exerçable au même prix unitaire que celui de l'Offre, soit 73 euros par action (dividende détaché), qu'elle s'est engagée à exercer irrévocablement, à hauteur du nombre d'actions manquant lui permettant de détenir *in fine* 50,01% du capital social et des droits de vote de la Société (soit 604.473 actions) au sens de l'article L.233-7 I du Code de commerce¹ (l'« **Option d'Achat** ») au plus tard après publication par l'AMF des résultats de l'Offre.

L'Acquisition du Bloc a été réalisée après la levée des conditions suspensives et notamment :

- l'approbation par l'AMF du changement de contrôle de Paref Gestion, laquelle a été obtenue le 28 juin 2017 ;
- la remise d'un rapport d'expertise réalisé par le cabinet Valphi attestant que les modalités de l'Offre sont équitables, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société, laquelle est intervenue le 12 juillet 2017 et mise à jour le 14 septembre 2017 ;
- l'approbation par l'assemblée spéciale des détenteurs de droits de vote double de PAREF de la suppression des droits de vote double, laquelle a été obtenue le 17 mai 2017 ;

¹ Hors cas d'assimilation au sens des dispositions de l'article L. 233-9 du Code de commerce.

- l'approbation par l'assemblée générale annuelle de Paref de la suppression des droits de vote double des statuts de la Société, de la transformation de la structure de gouvernance de Paref en société anonyme avec un conseil d'administration, et des modifications statutaires conséquentes, laquelle a été obtenue le 17 mai 2017 ; et
- l'avis motivé du Conseil de surveillance recommandant l'Offre, lequel a été obtenu le 12 juillet 2017.

L'annonce du projet d'Acquisition du Bloc ainsi que sa réalisation ont fait l'objet de communiqués de presse de la Société respectivement en date du 10 avril 2017 et du 20 juillet 2017.

En application des articles L. 233-7 et suivants et L. 233-11 du code de commerce, l'Initiateur a déclaré à l'AMF avoir franchi à la hausse l'ensemble des seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33^{1/3}% et 50% du capital social et des droits de vote de la Société et a déclaré, conformément à la loi applicable, son intention de déposer un projet d'offre publique d'achat des actions de la Société. Cette déclaration a été publiée par l'AMF sous le numéro 217C1714. Conformément aux dispositions statutaires de la Société, l'Initiateur a également déclaré à la Société, avoir franchi à la hausse l'ensemble des seuils statutaires entre 2% à 50% du capital social et des droits de vote.

A l'issue de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, le pacte d'actionnaires, conclu entre le Groupe Lévy-Lambert, Gesco, SL1, Madar, Jean-Louis Charon, Picard SAS et MO1, a pris fin.

Le 14 septembre 2017, le cabinet Valphi, en sa qualité d'expert indépendant, a émis un addendum au rapport d'expertise sur la base des projets de comptes semestriels de la Société au 30 juin 2017 et le Conseil d'administration de la Société a confirmé lors de sa réunion du 14 septembre que l'addendum n'a pas d'incidence sur l'avis motivé exprimé par le Conseil de surveillance de la Société.

Comme évoqué ci-dessus, conformément à la réglementation boursière et en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déposé le projet d'Offre.

2. TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 du règlement général de l'AMF, Rothschild Martin Maurel, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet de note d'information auprès de l'AMF le 18 septembre 2017 (le « **Projet de Note d'Information** »).

Rothschild Martin Maurel, en qualité de banque présentatrice, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, et sous réserve des termes et conditions décrites dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société, pendant une durée de 10 jours de négociation, toutes les actions de la Société visées par le projet d'Offre qui seront apportées à celle-ci, au prix de 73 euros par action (dividende détaché). Ce prix tient compte de la mise en paiement, le 9 juin 2017, d'un dividende d'un montant de 2 euros par action.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre n'est pas soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF. Les termes du projet d'Offre sont décrits de manière plus exhaustive à la section 2 du Projet de Note d'Information.

2.2 Nombre et nature des titres visés par le projet d'Offre

A la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient 494.473 actions PAREF représentant 40,91 % du capital et des droits de vote de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, le projet d'Offre porte sur la totalité des actions de la Société et non encore détenus, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 497.129 actions de la Société en ce compris la totalité des 11.407 actions auto-détenues par la Société, représentant 0,94% du capital de la Société.

Il est précisé que ce chiffre n'inclut pas les 110.000 actions de la Société détenues par la SAS Anjou Saint Honoré soumises à l'Option d'Achat et placées sous séquestre et les 107.101 actions de la Société détenues par Monsieur Hubert Lévy-Lambert (à hauteur de 750 actions) et la SAS Anjou Saint Honoré (à hauteur de 106.351 actions), faisant l'objet d'engagements de non-apport à l'Offre décrits à la section 7.2 du présent projet de note en réponse.

A la connaissance de la Société, à l'exception des actions et des options d'achat d'actions décrites à la Section 2.2 du Projet de Note d'Information, qui donnent droit à des actions existantes, il n'existe aucun autre droit ni aucun titre donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

2.3 Déroulement de l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation.

Les actions de la Société apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de propriété. L'Initiateur a indiqué qu'il se réservait le droit d'écarter, à son entière discrétion, toute action qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actions de la Société détenues sous forme nominative devront être converties et détenues sous forme nominative administrée ou au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires détenant leurs actions sous forme nominative sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander la conversion sous forme nominative administrée ou au porteur de ces actions afin de les apporter à l'Offre.

Les actionnaires de la Société, dont les actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre, devront délivrer un ordre d'apport à l'Offre de leurs actions à leur intermédiaire financier, conformément aux formulaires standards fournis par leur intermédiaire financier au plus tard le dernier jour d'ouverture de l'Offre et en temps opportun afin que leur ordre puisse être exécuté. Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier si un délai plus court leur est applicable.

L'Initiateur achètera les actions sur le marché. Le règlement-livraison sera effectué lors de l'exécution des transactions, deux jours de négociation après chaque jour d'ouverture de l'Offre, et les coûts de la transaction (incluant les commissions de courtage et les impôts correspondants) seront à la charge du vendeur.

Instinet Europe Limited acquerra, pour le compte de l'Initiateur, la totalité des actions apportées à l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est le suivant :

18 septembre 2017	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF
18 septembre 2017	Dépôt du projet de note en réponse de la Société
3 octobre 2017	Décision de conformité de l'Offre par l'AMF

5 octobre 2017	Ouverture de l'Offre
18 octobre 2017	Clôture de l'Offre
19 octobre 2017	Publication de l'avis de résultat de l'Offre

Conformément à l'article 231-32 du règlement général de l'AMF, les dates d'ouverture et de clôture ainsi que les résultats de l'Offre seront publiés par l'AMF.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

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 12 juillet 2017 afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents ou représentés, Monsieur Hubert Lévy-Lambert, la société Apicil Assurances représentée par Monsieur Bertrand Jounin, la société MO1 représentée par Monsieur Bertrand Jounin, Monsieur Stéphane Lipski, Madame Cécile de Guillebon et Monsieur Jean-Jacques Picard.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil de surveillance se sont tenus sous la présidence de Monsieur Hubert Lévy-Lambert, Président du Conseil de surveillance.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil de surveillance ont eu connaissance :

- du Projet de Note d'Information préparé par l'Initiateur ; et
- du rapport de l'expert indépendant, établi par le cabinet Valphi, représenté par M. Emmanuel Dayan, signé en date du 12 juillet 2017, en application de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF.

L'avis motivé du Conseil de surveillance rendu le 12 juillet 2017 est intégralement reproduit ci-après.

« Après examen des documents, le Conseil constate que :

- l'Initiateur est directement et intégralement détenu par Fosun Property Holdings, qui est la plateforme d'investissement et de gestion dans le secteur immobilier du groupe Fosun. Elle possède plus de 25 milliards d'euros d'actifs et des équipes basées à New York, Tokyo, Sydney, Milan, Londres, Sao Paulo, Zurich, en Inde, Singapour, Moscou et Lisbonne ;*
- l'Initiateur indique dans le projet de note d'information déposé à l'AMF qu'il entend faire de la Société sa plateforme européenne d'investissement en la soutenant dans la mise en place de sa stratégie consistant notamment à augmenter les actifs sous gestion afin de renforcer la position de la Société sur le long terme ;*
- l'arrivée de l'Initiateur en tant que nouvel actionnaire permettrait à la Société de se doter de nouveaux moyens pour poursuivre son développement et à ce titre, l'Offre Publique s'inscrit dans le cadre d'une stratégie de développement ;*
- l'Initiateur n'entend pas solliciter la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et entend maintenir le statut SIIC de la Société ;*

- le prix de l'Offre Publique est égal à 73 euros (coupon détaché), et correspond au prix payé par l'Initiateur dans le cadre du Contrat de Cession ;
- l'attestation de l'expert indépendant, le cabinet Valphi, représenté par Monsieur Emmanuel Dayan conclut au caractère équitable d'un point de vue financier du prix par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique ; l'expert indépendant estime notamment que le prix de 73 euros (coupon détaché) pour les actions est équitable, pour les raisons suivantes :
 - i. le prix de l'Offre Publique est proche de la fourchette de valeurs retenue au titre de la méthode de l'ANR qui comprend également la valeur retenue au titre des transactions comparables : l'écart par rapport à la borne basse (78,7 euros) est inférieur à 5% ;
 - ii. le prix de l'Offre Publique est très supérieur à la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode des comparables boursiers (entre 61 euros et 64 euros, soit une prime comprise entre 18% et 23%) ; et
 - iii. le prix de l'Offre Publique est supérieur de plus de 25% au cours de bourse de la Société au 3 février 2017, lequel n'avait pas connu de variation importante au cours des 6 mois précédant l'annonce de l'opération.
- quatre actionnaires de la Société (APICIL Assurances, MO1, GESCO et le groupe Lévy-Lambert) sont parties au contrat de cession signées le 7 avril 2017 avec l'Initiateur (le « Contrat de Cession »). APICIL Assurances et MO1, membres du Conseil de surveillance ont cédé l'intégralité de leurs actions au prix de 73 euros ;
- l'Offre Publique représente une opportunité de liquidité immédiate, pour l'ensemble des actionnaires de la Société, dans des conditions jugées équitables par l'expert indépendant, dans le cadre d'une offre obligatoire sans perspective de retrait obligatoire.

Le Conseil, connaissance prise des termes de l'Offre Publique, des motifs et des intentions de l'Initiateur, des éléments de valorisation indiqués dans le projet de note d'information de l'Initiateur et du rapport de l'expert indépendant, estime, à l'unanimité de ses membres, que le projet d'Offre Publique correspond à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Le Conseil prend acte que le groupe Lévy-Lambert qui détient des actions de la Société, a conclu dans le cadre du Contrat de Cession un engagement de non apport à l'Offre Publique des actions non concernées.

A la date du présent Conseil, les membres du Conseil de surveillance, autres que le groupe Lévy-Lambert, MO1 et APICIL Assurances (tous trois cédant en tout ou partie leur participation à l'Initiateur dans le cadre du Contrat de Cession), détiennent 21.176 actions représentant 1,76% du capital et des droits de vote. Un des membres du Conseil propriétaire d'actions (19.056 actions) a indiqué son intention de ne pas apporter à l'Offre Publique alors que deux autres membres du Conseil propriétaire d'actions ont indiqué leur intention d'apporter leurs actions à l'Offre Publique.

En outre, le Conseil décide que les 11.995 actions auto-détenues par la Société dans le cadre de son programme de rachat d'actions à ce jour ne seront pas apportées à l'Offre Publique, et que ces actions seront conservées afin de permettre l'exercice des options d'achat en circulation. »

Le 14 septembre 2017, l'expert indépendant, a émis un addendum à son rapport d'expertise sur la base des comptes semestriels de la Société au 30 juin 2017 et a confirmé sa conclusion quant au caractère équitable des conditions financières envisagées de l'Offre. Le Conseil d'administration de la

Société a confirmé lors de sa réunion du 14 septembre que l'addendum n'a pas d'incidence sur l'avis motivé exprimé par le Conseil de surveillance de la Société.

4. INTENTIONS DES ANCIENS MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Lors de la séance du Conseil de surveillance en date du 12 juillet 2017, les membres du Conseil de surveillance qui ne sont pas parties au Contrat de Cession, à savoir Monsieur Stéphane Lipski, Monsieur Jean-Jacques Picard et Madame Cécile de Guillebon, détiennent au total 21.176 actions de la Société soit 1,76% du capital de la Société.

Un des membres du Conseil susvisés, détenant 19.056 actions de la Société, a déclaré son intention de ne pas apporter ses actions à l'Offre et deux autres membres du Conseil, détenant le solde, ont déclaré leur intention d'apporter à l'Offre lesdites actions.

Par ailleurs, à la date du présent document, à l'exception de Monsieur Hubert Lévy-Lambert, aucun membre du Conseil d'administration de la Société ne détient d'actions de la Société, étant précisé que les 750 actions détenues par Monsieur Hubert Lévy-Lambert font l'objet d'un engagement de non-apport décrit à la section 7.2. du présent projet de note en réponse.

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date des présentes, la Société détient 11.407 actions soit 0,94% du capital.

Le Conseil de surveillance, lors la séance en date du 12 juillet 2017, a décidé, à l'unanimité de ses membres, que les actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre afin de permettre, notamment, à la Société d'honorer ses engagements en cas d'exercice des options d'achat en circulation.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1, I du règlement général de l'AMF, le Conseil de surveillance de la Société a désigné le 8 mars 2017 le cabinet Valphi en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre.

La conclusion du rapport en date du 12 juillet 2017 est reproduite ci-après :

« La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation de PAREF est présentée ci-dessous. Les pourcentages indiquent les primes ou décotes induites par le prix d'Offre (73 euros) augmenté du dividende 2016 détaché (2 euros) – soit 75 euros – au regard des valeurs de PAREF obtenues à travers les différentes méthodes et références d'évaluation retenues.

Le prix d'Offre (73 €) augmenté du dividende 2016 détaché (2 €) – soit 75 € – est proche de la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode de l'ANR qui comprend également la valeur retenue au titre des transactions comparables : l'écart par rapport à la borne basse (78,7 €) est inférieur à 5%.

Il est par ailleurs très supérieur à la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode des comparables boursiers (entre 61 € et 64 €, soit une prime comprise entre 18% et 23%).

Enfin, le prix d'Offre (73 €) augmenté du dividende 2016 détaché (2 €) – soit 75 € – est supérieur de plus de 25% au cours de bourse de PAREF au 3 février 2017, lequel n'avait pas connu de variation importante au cours des 6 mois précédant l'annonce de l'opération.

Dans ces conditions, à la date du présent Rapport, nous estimons que les conditions financières envisagées de l'Offre sont équitables pour les actionnaires de PAREF.»

Le 14 septembre 2017, l'expert indépendant, a émis un addendum à son rapport d'expertise sur la base des projets de comptes semestriels de la Société au 30 juin 2017 et a confirmé sa conclusion quant au caractère équitable des conditions financières envisagées de l'Offre.

L'expert indépendant conclut notamment que : « *Le prix d'Offre (73 €) se situe entre la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode de l'ANR (entre 81 € et 89 €) – qui comprend également la valeur induite par les conditions financières de l'offre publique sur Cegereal – et la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode des comparables boursiers (entre 61 € et 66 €) ».*

Le rapport de l'expert indépendant et son addendum sont reproduits en Annexes du présent projet de note en réponse.

7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A l'exception (i) du Contrat de Cession, (ii) des engagements de non-apport à l'Offre et (iii) de l'Option d'Achat visés dans la présente section, il n'existe à ce jour, à la connaissance de la Société, aucun accord en vigueur susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7.1 Contrat de cession

L'Initiateur, la Société et quatre actionnaires de la Société (APICIL Assurances, GESCO, MO1 et le groupe Lévy-Lambert) ont conclu un Contrat de Cession le 7 avril 2017, tel que décrit à la section 1.3 du présent projet de note en réponse et à la section 1.2.1 du Projet de Note d'Information.

7.2 Engagements de non-apport à l'Offre

Anjou Saint Honoré SAS et M. Hubert Lévy-Lambert se sont engagés à ne pas apporter à l'Offre respectivement 106.351 et 750 actions, soit un total de 107.101 actions représentant autant de droits de vote, soit approximativement, 8,86% du capital social et des droits de vote de la Société qui sont placées dans des comptes bloqués pendant la durée de l'Offre, étant précisé que 46.106 actions détenues par Anjou Saint Honoré SAS sont nanties au profit de LCL qui s'est également engagée à ne pas apporter ces actions à l'Offre dans l'hypothèse où LCL exercerait ces nantissements durant la période de l'Offre.

Par ailleurs, le Conseil de surveillance, lors de sa réunion du 12 juillet 2017, a décidé de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société. Le Conseil d'administration a confirmé cette décision lors de sa réunion du 14 septembre 2017.

7.3 Option d'Achat

Comme mentionné dans la Section 1.3 de la présente note en réponse, l'Initiateur bénéficie de la part d'Anjou Saint Honoré, une société contrôlée par le Groupe Lévy-Lambert, d'une promesse de vente portant sur un maximum de 110.000 actions, soit 9,10% du capital social de la Société, exerçable au même prix unitaire que celui de l'Offre, soit 73 euros par action (dividende détaché), qu'elle s'est engagée à exercer irrévocablement, à hauteur du nombre d'actions manquant lui permettant de détenir *in fine* 50.01% du capital social et des droits de vote de la Société (soit 604 473 actions) au sens de l'article L.233-7 I du Code de commerce², au plus tard après publication par l'AMF des résultats de l'Offre.

8. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

8.1 Structure du capital de la Société

² Hors cas d'assimilation au sens des dispositions de l'article L. 233-9 du Code de commerce.

Le capital social la Société, d'un montant de 30.217.575 euros, est divisé en 1.208.703 actions, d'une valeur nominale de 25 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le capital de la Société était réparti, avant l'Acquisition du Bloc, tel qu'indiqué à la section 1.3 ci-dessus.

A la suite de l'Acquisition du Bloc et au 31 août 2017, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions*	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques**	% des droits de vote théoriques
Anjou Saint Honoré SAS***	216.351	17,90%	216.351	17,90%
Hubert Lévy-Lambert	750	0,06%	750	0,06%
Total du Groupe Lévy-Lambert	217.101	17,96%	217.101	17,96%
Fosun Property Europe Holdings (Lux) S.à r.l.****	494.473	40,91%	494.473	40,91%
SL 1	19.056	1,58%	19.056	1,58%
Madar	11.743	0,97%	11.743	0,97%
Jean-Louis Charon	6.666	0,55%	6.666	0,55%
Picard SAS	2.120	0,18%	2.120	0,18%
Groupe Spirit	93.308	7,72%	93.308	7,72%
Autres actionnaires	353.734	29,27%	353.734	29,27%
Paref ***** (actions auto-détenues)	10.502	0,87%	10.502	0,87%
Total	1.208.703	100%	1.208.703	100%

* Nombre d'actions arrêté au 31 août 2017

** Nombre de droits de vote théoriques arrêté au 31 août 2017

*** 46.106 titres inscrits au nominatif au 31 août 2017

**** Selon la déclaration de franchissement de seuil n° 217C1714 du 25 juillet 2017

***** Dont contrat de liquidité : 918 actions au 31 août 2017

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

8.2.1 Obligation de déclaration du franchissement de seuils

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 9 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, venant à détenir, directement ou indirectement, un nombre d'actions de la Société représentant 2% au moins du capital social ou des droits de vote de la Société puis, au-delà, toute tranche supplémentaire de 1% du capital social et/ou des droits de vote de la Société, est tenu d'en informer la Société dans les 5 jours de bourse, par lettre recommandée avec accusé de réception.

A défaut de déclaration dans les conditions ci-dessus, l'actionnaire défaillant est privé, dans les limites et conditions prévues par la loi, de ses droits de vote à hauteur du nombre d'actions excédant un tel seuil si un ou plusieurs actionnaires détenant 5% au moins du capital en font la demande lors de l'assemblée générale des actionnaires.

8.2.2 Transfert d'actions

Il n'existe dans les statuts de la Société aucune disposition particulière pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions de la Société.

8.2.3 Droit de vote double

L'article 9 des statuts de la Société prévoit qu'aucun droit de vote double ne sera attribué aux actions inscrites au nominatif depuis deux ans au nom du même actionnaire.

8.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

A l'exception des accords décrits à la section 7 ci-dessus, à la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote.

8.4 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur des actions

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis ainsi qu'il est indiqué à la section 8.1 ci-dessus.

8.5 Liste des détenteurs de toute action comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Il n'existe pas de détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux.

8.6 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

8.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

A l'exception des accords décrits à la section 7 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

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

Suite à l'Acquisition du Bloc en vertu du Contrat de Cession, un changement de gouvernance est intervenu le 20 juillet 2017 afin de mettre en place une structure avec un Conseil d'administration au lieu du Conseil de surveillance existant jusqu'à cette date.

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

8.8.1 Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 14 des statuts, la Société est administrée par un Conseil d'administration de trois membres au moins et de dix-huit au plus. Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire qui peut les révoquer à tout moment. Les personnes morales nommées administrateurs sont tenues de désigner un représentant permanent soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre.

La durée des fonctions de chaque administrateur est de six (6) ans, renouvelable. Cette durée expire à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat. Les administrateurs sont toujours rééligibles.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire en vue de compléter son effectif. Les nominations provisoires effectuées par le Conseil d'administration sont soumises à ratification de l'assemblée générale ordinaire la plus

proche. Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs restant doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration.

En outre, le Conseil d'administration élit parmi ses membres un Président. Le président du Conseil d'administration exerce les missions qui lui sont confiées par la loi. Il préside le Conseil d'administration, organise et dirige les travaux de celui-ci dont il rend compte à l'assemblée générale. Il veille au bon fonctionnement des organes de la Société et s'assure, en particulier, que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission. Le Conseil d'administration peut nommer également parmi ses membres un vice-président dont il détermine la durée des fonctions dans la limite de celle de son mandat d'administrateur et qui a pour fonction, sans préjudice des dispositions légales applicables en cas d'empêchement temporaire ou de décès du président, de convoquer et présider les réunions du Conseil d'administration ou de présider les Assemblées Générales conformément aux présents statuts lorsque le président est empêché.

8.8.2 Modification des statuts de la Société

La modification des statuts de la Société obéit aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

8.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Les pouvoirs et attributions du Conseil d'administration sont décrits à l'article 16 des statuts de la Société.

Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi, le Conseil d'administration dispose, à la date du présent projet de note en réponse, des autorisations et délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat d'actions, qui lui ont été conférées par les assemblées générales mixtes des actionnaires de la Société réunies le 18 mai 2016 et le 17 mai 2017:

Nature de l'autorisation	Date de l'assemblée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social autorisé	Durée	Utilisation
Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les actions de la Société (7 ^{ème} résolution de l'AGO)	17 mai 2017	10% du capital social	18 mois	Néant
Autorisation à donner au Conseil d'Administration de procéder à l'attribution gratuite d'actions PAREF existantes ou à émettre (11 ^{ème} résolution de l'AGE)	18 mai 2016	3% du capital social	38 mois	Oui
Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration à l'effet de décider l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières – avec maintien du droit préférentiel de souscription – donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créance (22 ^{ème} résolution de l'AGE)	17 mai 2017	20 millions d'euros	26 mois	Néant

Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre, par voie d'offre au public des actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créance – avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et, pour les émissions d'actions, un délai de priorité obligatoire (23 ^{ème} résolution de l'AGE)	17 mai 2017	15 millions d'euros	26 mois	Néant
Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'augmentation du capital social par émission d'actions réservées aux salariés avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers et des sociétés qui lui sont liées obligatoire (24 ^{ème} résolution de l'AGE)	17 mai 2017	1 million d'euros	26 mois	Néant
Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration à l'effet de décider d'émettre des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en vue de rémunérer des apports en nature qui seraient consentis à la Société (25 ^{ème} résolution de l'AGE)	17 mai 2017	10% du capital	26 mois	Néant
Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration à l'effet de décider l'augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres sommes dont la capitalisation serait admise (26 ^{ème} résolution de l'AGE)	17 mai 2017	20 millions d'euros	26 mois	Néant
Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission d'actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances, avec suppression du droit préférentiel de souscription et par une offre, dite de placement privé, visée au paragraphe II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier (27 ^{ème} résolution de l'AGE)	17 mai 2017	20% du capital par an	26 mois	Néant
Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation des actions auto-détenues (28 ^{ème} résolution de l'AGE)	17 mai 2017	10% du capital	18 mois	Néant
Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (29 ^{ème} résolution de l'AGE)	17 mai 2017	Néant	26 mois	Néant
Délégation de pouvoir à donner au Conseil d'administration à l'effet de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions dans le cadre des dispositions des articles L.225-177 du Code de commerce (30 ^{ème} résolution de l'AGE)	17 mai 2017	10% du capital au jour de la décision	38 mois	Néant

8.10 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle

A la connaissance de la Société, et dans la mesure où à ce jour, la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur, il n'existe aucun accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

- 8.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord au sein de la Société prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnaient ou étaient licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prenait fin en raison d'une offre publique.

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Antoine Castro, Directeur Général

Annexe 1 – Rapport de l’Expert Indépendant**RAPPORT D’EXPERTISE INDÉPENDANTE****PROJET D’OFFRE PUBLIQUE D’ACHAT SIMPLIFIÉE
VISANT LES ACTIONS PAREF
INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ
FOSUN PROPERTY EUROPE HOLDINGS (LUX) S.À R.L.***Avertissement*

Ce rapport est établi en date du 12 juillet 2017 sur la base des éléments d’information communiqués à date. Les derniers comptes disponibles sont ceux de l’exercice clos au 31 décembre 2016. Les comptes semestriels au 30 juin 2017 n’ont pas été arrêtés et ne sont pas pris en considération dans le présent rapport.

Dans ces conditions, une mise à jour des travaux d’évaluation de Valphi devra intervenir préalablement à l’examen par l’AMF du rapport d’évaluation de l’expert indépendant dans le cadre du projet d’offre publique qui sera déposé par l’initiateur.

Juillet 2017

SOMMAIRE

Préambule	18
I. Contexte et motifs de l'Offre	19
II. Modalités de l'Offre.....	20
III. Présentation de Valphi	20
IV. Attestation d'indépendance	20
V. Diligences effectuées par Valphi.....	21
VI. Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation des termes de l'Offre	22
VII. Présentation de PAREF.....	22
VII.1. Historique	22
VII.2. Activités.....	24
VII.3. Marché	27
VII.4. Performances financières historiques.....	29
VII.5. Structure du bilan consolidé fin 2016.....	32
VIII. Analyse des conditions financières de l'Offre.....	33
VIII.1. Méthodes d'évaluation	33
VIII.2. Méthode de l'ANR	34
VIII.3. Synergies envisagées	38
VIII.4. Méthode des comparables boursiers.....	39
VIII.5. Méthode des transactions comparables	41
VIII.6. Références d'évaluation	42
IX. Analyse des travaux d'évaluation des conseils financiers	42
X. Conclusion	44
Annexes	45

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ PAREF**

RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE

Valphi SAS

(Articles 261-1 à 262-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers)

Préambule

PAREF est une société anonyme de droit français à directoire et conseil de surveillance dont le siège social est situé au 8 rue Auber, 75009 Paris (ci-après « **PAREF** » ou la « **Société** »).

Les actions PAREF sont cotées sur le compartiment C d'Euronext Paris.

Le 6 février 2017, la Société a indiqué avoir reçu en date du 25 janvier 2017, de la part de la société Fosun Property Holdings Limited, à laquelle s'est ensuite substitué Fosun Property Europe Holdings (Lux) S.à r.l. (ci-après « **Fosun Property** » ou l'« **Initiateur** »), une lettre d'offre ferme portant sur l'acquisition, auprès de quatre actionnaires (APICIL Assurances, GESCO, MO1 et le groupe Lévy-Lambert⁽³⁾), d'un total de 604 473 actions représentant 50,01 % du capital de PAREF, à un prix de 75 euros par action (dividende 2016 attaché).

Le 10 avril 2017, PAREF et Fosun Property ont annoncé la signature de l'accord relatif à cette acquisition.

Cet accord prévoit notamment :

- L'acquisition par Fosun Property, au prix de 75 euros (dividende 2016 attaché) (i) des titres détenus par APICIL Assurances (61.601 actions soit 5,10% du capital), GESCO (110.598 actions soit 9,15% du capital) et MO1 (133.170 actions soit 11,02% du capital) ainsi que (ii) de 189.104 actions (15,65% du capital) détenues par la famille Lévy-Lambert sur les 406.205 actions (33,61% du capital) qu'elle détient, soit un bloc total de 494.473 actions (le « **Bloc** ») représentant 40,91% du capital de PAREF ;
- Le dépôt auprès de l'AMF, après acquisition du Bloc, d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **Offre** ») portant sur le solde du capital de PAREF (hors titres encore détenus par la famille Lévy-Lambert, qui s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre), à un prix de 73 euros par action (dividende 2016 de 2 euros détaché) ;
- Trois principales conditions suspensives à l'acquisition du Bloc : (i) l'approbation par l'AMF du changement de contrôle de PAREF Gestion, (ii) l'établissement par Valphi d'un rapport d'expertise indépendante concluant à l'équité des conditions financières de l'Offre et (iii) l'approbation en assemblée générale et spéciale de la suppression des droits de vote double et de la transformation de la structure de gouvernance de PAREF en société anonyme à conseil d'administration ;
- Une option d'achat portant sur l'acquisition d'un maximum de 110 000 actions (9,10% du capital) détenues par la famille Lévy-Lambert (qui en détiendrait encore 217 101 à l'issue de l'Offre soit 17,96% du capital), exerçable par Fosun Property après la publication des résultats de l'Offre et aux mêmes conditions financières, si et seulement si, à l'issue de l'Offre, Fosun Property ne détient pas au moins 604.473 actions PAREF soit 50,01% du capital. Dans le cadre cet accord, Fosun Property

⁽³⁾ Le « groupe Lévy-Lambert » désigne ici l'ensemble des participations détenues par M. Hubert Lévy-Lambert et sa famille au capital de PAREF, ces participations étant portées par les sociétés Anjou Saint-Honoré SCI, Anjou Saint-Honoré SAS et MM. Hubert Lévy-Lambert et Guillaume Lévy-Lambert.

s'engage par ailleurs à n'exercer cette option qu'à hauteur du nombre d'actions manquant lui permettant de détenir in fine 50,01% du capital.

- L'accord signé le 10 avril 2017 ne prévoit pas de pacte d'actionnaires liant la famille Lévy-Lambert à Fosun ;
- Le groupe Lévy-Lambert a pris un engagement de non-apport à l'Offre, portant sur le solde des actions qu'il détient.

Le 8 mars 2017, le conseil de surveillance de la Société a désigné Valphi comme expert indépendant dans le cadre de l'Offre. Valphi intervient en application de l'article 261-1, alinéas I.1 et I.2 du règlement général de l'AMF.

Le présent rapport d'expertise indépendante (ci-après le « **Rapport** ») a pour objet de communiquer au conseil de surveillance de la Société une expertise indépendante telle que définie dans le titre VI du livre II du règlement général de l'AMF, portant sur le caractère équitable du prix par action proposé aux actionnaires de PAREF, afin de permettre au conseil de surveillance de la Société d'apprécier les conditions financières de l'Offre pour rendre son avis motivé.

I. Contexte et motifs de l'Offre

En septembre 2016, le directoire de PAREF a engagé avec l'accord du groupe Lévy Lambert une consultation de marché, par l'intermédiaire de CM-CIC Conseil, afin d'identifier un nouvel actionnaire de référence pour la Société et de renforcer ses capacités de développement. Dans le cadre du processus conduit entre le quatrième trimestre 2016 et le début d'année 2017, une vingtaine d'investisseurs potentiels ont été contactés et plusieurs offres ont été reçues et étudiées par la Société et ses conseils.

Préalablement à cette consultation, la Société avait été approchée à de nombreuses reprises ces dernières années par des sociétés foncières ou immobilières afin d'envisager diverses opérations, notamment sous forme d'apport d'actifs ou de cession de blocs, suivies le cas échéant d'offres publiques. Plusieurs approches de cette nature ont été étudiées par le management et le conseil de surveillance de PAREF sans qu'aucune d'entre-elles ne permette d'aboutir à un accord, à la suite des diligences conduites par les initiateurs et des échanges conduits avec l'actionnaire de référence, représenté par le président du conseil de surveillance, M. Lévy-Lambert.

L'offre ferme adressée par Fosun en date du 25 janvier 2017 ressort d'une négociation engagée par les actionnaires cédants, la Société et ses conseils. Elle a été jugée conforme aux intérêts des principaux actionnaires et du fondateur de la Société qui cèdent le Bloc et permettent à l'Initiateur de disposer de la majorité du capital, via l'achat du Bloc puis l'exercice éventuel d'une option d'achat à l'issue de la période d'Offre, en fonction des résultats de l'Offre.

La stratégie que l'Initiateur souhaite mettre en œuvre pour la Société est exposée dans ce même courrier du 25 janvier 2017. Elle s'appuie sur le développement de l'activité de gestion de PAREF à travers notamment l'apport envisagé dans le périmètre de gestion de certains actifs immobiliers détenus par Fosun en Europe et du développement de la gestion d'actifs à destination d'investisseurs institutionnels. Cette offre prévoit l'acquisition d'un bloc de contrôle au prix unitaire de 75 euros (73 euros après détachement du dividende 2016) suivie d'une offre publique au même prix unitaire. Elle permet ainsi aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent d'assurer la liquidité de leur investissement aux conditions retenues par les cédants du bloc de contrôle, à l'issue de la consultation de marché organisée fin 2016.

Elle permet aussi aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent de conserver leur participation au capital de la Société, Fosun ayant annoncé son intention de garder PAREF sous le régime SIIC. Les actionnaires minoritaires qui n'apporteraient pas leurs titres à l'Offre

pourraient ainsi conserver la liquidité de leur investissement, même si le flottant de la Société pourrait être réduit à l'issue de l'Offre en fonction de son succès.

II. Modalités de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage à acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société non détenues par lui ou le groupe Lévy-Lambert après acquisition du Bloc - soit un total de 497 129 actions représentant 41,13% du capital - à un prix unitaire de 73 euros dividende 2016 détaché.

L'Initiateur a annoncé son souhait de maintenir le régime SIIC de PAREF et entend ainsi limiter son intérêt économique à 60% du capital de la Société en reclassant des titres si l'offre publique le conduisait à dépasser ce seuil. Par ailleurs, l'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention de mettre en œuvre de retrait obligatoire s'il venait à détenir plus de 95% des droits de vote et du capital à l'issue de l'Offre.

III. Présentation de Valphi

Valphi est une société spécialisée dans l'analyse financière et l'évaluation d'entreprise. Elle a été créée en 2013 par Emmanuel Dayan.

Emmanuel Dayan a près de 20 ans d'expérience en finance d'entreprise. Il a conduit ces dernières années de nombreuses missions d'évaluation et d'expertise indépendante de sociétés cotées ou non cotées dans divers secteurs d'activité, en qualité d'associé de Valphi depuis 2013 et précédemment en qualité d'associé de Détrôyat Associés (2006-2012).

Depuis 2014, Valphi est adhérent de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

IV. Attestation d'indépendance

Valphi et ses salariés n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ainsi, Valphi et ses salariés :

- n'ont aucun lien passé, présent ou futur connu d'eux avec les personnes concernées par l'Offre ou leurs conseils, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de la mission ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de PAREF au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre, ou sur toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- ne se sont vus confier aucune mission par les sociétés concernées par l'Offre pour les mois à venir, outre la présente mission faisant l'objet d'une lettre d'engagement signée le 10 avril 2017 par le Président du directoire de PAREF.

V. Diligences effectuées par Valphi

Les diligences conduites depuis notre désignation ont eu pour objet d'appréhender le contexte de l'Offre et d'apprécier le prix proposé aux porteurs de titres PAREF dans le cadre de l'Offre.

Principaux interlocuteurs

Nous avons pour cela participé à des échanges d'informations et à des réunions de travail à Paris avec certains dirigeants et représentants de PAREF et PAREF Gestion :

- M. Hubert Lévy-Lambert, Président du conseil de surveillance, PAREF ;
- M. Alain Perrollaz, Président du directoire, PAREF ;
- M. Roland Fiszel, membre du directoire, PAREF et Président du conseil d'administration, PAREF Gestion ;
- M. Gilles Chamignon, Directeur général, PAREF Gestion ;
- M. Régis Thebault, Directeur comptable, PAREF Gestion ;
- M. Alexandre Peyroux, Directeur de l'Asset Management, PAREF-PAREF Gestion.

Nous avons également rencontré ou conduit des échanges téléphoniques avec les 4 administrateurs indépendants au Conseil de surveillance (M. Stéphane Lipski, Mme Cécile de Guillebon, M. Vincent Fargant et M. Bertrand Jounin).

Nous avons par ailleurs visité l'immeuble Gaia à Nanterre avec M. Alexandre Peyroux, Directeur de l'Asset Management de PAREF.

Experts immobiliers

Le patrimoine immobilier détenu en propre par PAREF fait l'objet d'une évaluation semestrielle réalisée par trois experts immobiliers : Foncier Expertise, Cushman & Wakefield et CBRE Valuation.

Nous avons participé à des réunions de travail avec des représentants de ces sociétés d'expertises immobilières les 10, 12 et 16 mai 2017 afin d'échanger sur leur travaux d'évaluation à fin 2016 (revue des principaux actifs, méthodes mises en œuvre et principales hypothèses retenues).

Nous avons également rencontré les 17 mai et 3 juillet 2017 l'expert immobilier en charge de l'évaluation du patrimoine de l'OPCI Vivapierre (Jones Lang LaSalle).

Conseils

Nous avons rencontré les conseils financiers de la Société (CM-CIC, représenté par M. César Darcy) et de l'Initiateur (Transaction R, filiale indirecte de la banque Rothschild Martin Maurel, représentée par MM. Arnaud Saint-Clair et Nicolas Aftimos).

Principaux sujets des échanges d'informations

Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont porté notamment sur (i) les activités de PAREF et son positionnement concurrentiel, (ii) les comptes consolidés historiques de PAREF, (iii) le portefeuille immobilier de PAREF et son évaluation par les experts immobiliers, (iv) les facteurs de risque susceptibles d'affecter les performances attendues et (v) le contexte et les motifs de l'Offre.

Documents reçus

Dans le cadre de l'exécution de notre mission, nous avons examiné différents documents et éléments d'information communiqués par la Société à notre demande ou en réponse à nos questions. La liste des principaux documents exploités figure en annexe au présent Rapport.

Limite des travaux

Nous n'avons effectué aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de la Société et de ses filiales et participations. Nous n'avons effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont PAREF fait ou pourrait faire l'objet.

De manière générale, nous avons tenu pour acquise, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui nous ont été communiqués ou auxquels nous avons eu accès sans que nous puissions encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations.

Nous avons par ailleurs :

- analysé les performances financières et boursières historiques de certaines sociétés foncières cotées ;
- recherché des informations à la disposition du public sur des transactions ayant conduit à des changements de contrôle sur des sociétés foncières cotées dont le portefeuille peut être jugé comparable à celui de PAREF ;
- revu tout autre document et conduit toute autre étude, analyse ou investigation qui nous ont semblé appropriés.

VI. Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation des termes de l'Offre

L'accord relatif à l'acquisition du Bloc de contrôle de PAREF par Fosun Property nous a été communiqué. Il est proposé aux actionnaires minoritaires une offre de liquidité sur leur investissement dans les mêmes conditions financières que celles obtenues des actionnaires cédants du Bloc de contrôle. Les dispositions de cet accord ne nous semblent pas de nature à avoir une incidence sur l'appréciation des termes de l'Offre.

Nous avons également eu connaissance d'un accord prévoyant l'acquisition par l'une des sociétés du groupe Lévy Lambert d'un intérêt économique indirect au capital de Vivapierre. Vivapierre est un OPCI géré par PAREF Gestion, et dont PAREF est actionnaire à hauteur de 27,24%.

Cet accord, distinct et indépendant de la cession du Bloc de contrôle, ne constitue pas un accord connexe à l'acquisition du Bloc de contrôle et n'a pas pour conséquence une quelconque rupture d'égalité entre actionnaires de PAREF. Il est d'ailleurs relevé que les actionnaires cédants des titres Vivapierre ne sont pas parties à l'opération de cession du Bloc de contrôle.

VII. Présentation de PAREF

VII.1. Historique

Le groupe PAREF a pour origine la création par Hubert Lévy-Lambert en 1991 de la société de gestion de portefeuille Sopargem, agréée en 1995 comme société de gestion de SCPI.

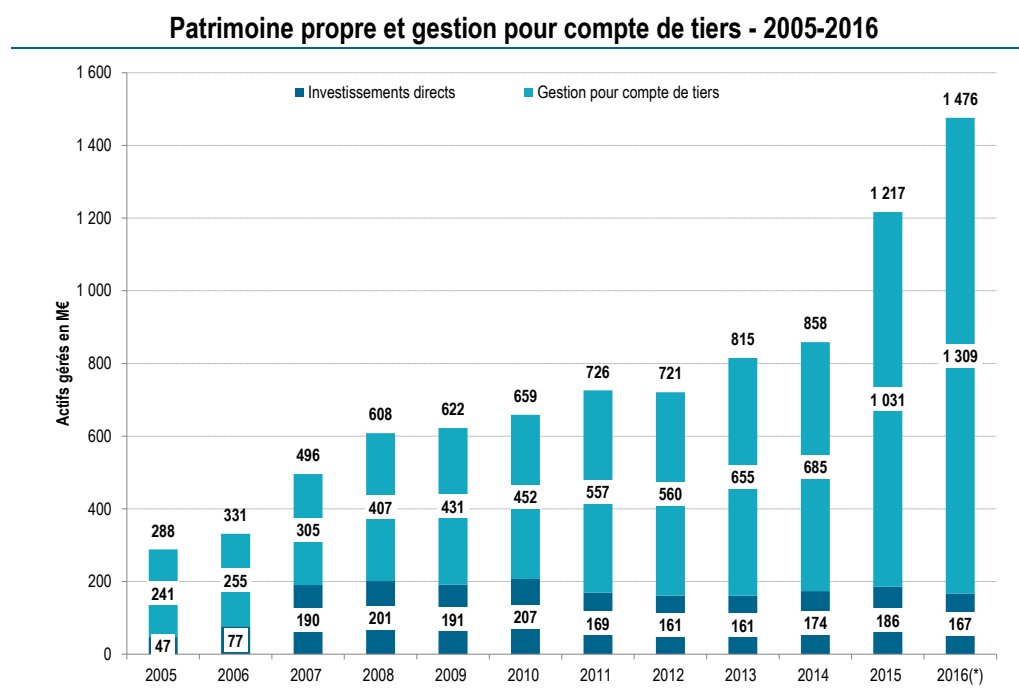
En 1997, Hubert Lévy-Lambert crée, avec une dizaine d'associés, la société foncière Paris Realty Fund (PAREF), afin de constituer un patrimoine immobilier propre à dominante commerciale, dont la gestion est confiée à Sopargem.

En 2002, PAREF acquiert par échange de titres l'intégralité du capital de Sopargem (renommée PAREF Gestion en 2006). Depuis cette date, le groupe a ainsi développé une double activité de foncière (investissement en direct) et de gestion pour compte de tiers. PAREF Gestion est une société de gestion agréée par l'AMF qui a une activité de gestion de sociétés civiles de placement immobilier (SCPI), d'organismes de placement collectif en

immobilier (OPCI), de sociétés foncières et immobilières ainsi que de gestion et transaction immobilière.

En décembre 2005, PAREF est introduite en bourse et adopte le régime fiscal des SIIC (Société d'Investissement Immobilier Cotée).

Nous présentons ci-dessous l'évolution depuis cette date du patrimoine propre de PAREF (investissements directs) et des actifs gérés pour compte de tiers :



(*) La baisse des investissements directs en 2016 s'explique par le changement de méthode de consolidation d'Interpierre (d'intégration globale à MEE)°

Source : Société (documents de référence)

Investissements directs

La majeure partie des investissements directs de la Société a été réalisée en 2006 et 2007 – avant le retournement du marché immobilier en 2008 – sur des actifs immobiliers diversifiés à rendement élevé (bureaux et locaux d'activité principalement en Ile-de-France hors Paris).

De 2008 à 2010, la taille du portefeuille du groupe est restée stable dans un contexte de crise financière où peu d'investissements et de cessions d'actifs ont été réalisés et où la baisse des valeurs vénale est restée contenue.

En 2011 et 2012, PAREF a enregistré au total plus de 40 M€ de cessions d'actifs destinées à réduire son endettement : le ratio d'endettement net « LTV – Loan to Value » du groupe est ainsi passé de 58% fin 2010 à 42% fin 2012. Il est, depuis cette date, resté stable entre 40% et 42%.

PAREF a pu ensuite reprendre le développement de son portefeuille à travers la mise en œuvre d'une stratégie d'acquisition d'actifs positionnés sur des segments de gamme supérieurs en Ile-de-France (notamment à Levallois en 2014, Gentilly en 2015 et Paris 11^{ème} en 2016).

Gestion pour compte de tiers

L'activité de gestion pour compte de tiers a connu un développement significatif depuis la cotation en bourse, dans un contexte de marché devenu ces dernières années très favorable aux SCPI et OPCI. Le montant des actifs gérés par PAREF est passé de 241 M€ fin 2005 à

685 M€ fin 2014. Cette croissance est due en grande partie au développement des deux SCPI historiques de PAREF (Pierre 48, SCPI d'appartements dits Loi 48 créée en 1996 et Novapierre 1, SCPI de commerces principalement parisiens créée en 1999) qui représentaient à fin 2014 environ les deux tiers des actifs gérés pour compte de tiers. Lancé en 2014, la SCPI Novapierre Allemagne a connu 3 années de collecte importante et sa capitalisation atteint fin 2016 164 M€.

En 2015, PAREF Gestion s'est vu confier la gestion administrative d'un immeuble de bureau mono-locataire situé au 54 rue de la Boétie à Paris. Cette opération a conduit à une augmentation importante des actifs gérés (plus de 300 M€) mais sans contrepartie significative en termes de commissions, l'*asset management* étant assuré par une autre société pour le compte d'investisseurs étrangers. De même, en 2016, PAREF Gestion s'est vu confier la gestion d'un OPPCI hôtelier qui détient deux hôtels parisiens pour un montant d'actifs de 85 M€, ce qui explique pour partie la forte hausse des actifs gérés en 2016 (+278 M€) au-delà du succès de Novapierre Allemagne (collecte de 76 M€), de la reprise de la gestion d'Atlantique Pierre (42 M€ de capitalisation) et des bons niveaux de collecte des autres SCPI (notamment Interpierre France).

VII.2. Activités

PAREF conduit une activité d'investissement en direct et une activité de gestion pour compte de tiers.

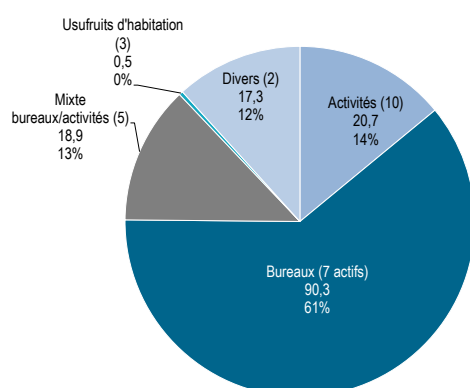
Investissements directs

Paref investit dans des immeubles à usage commercial (bureaux, locaux d'activité) en région parisienne et en province. Ces investissements sont actuellement constitués de 24 immeubles. Paref investit également dans le secteur résidentiel, mais uniquement à ce jour dans le cadre d'usufruits temporaires qui portent au 31 décembre 2016 sur 3 immeubles d'habitation. La valeur de l'ensemble du patrimoine propre de PAREF s'établit à 167 M€ à fin 2016. Elle est constituée des 27 actifs immobiliers (dont 3 en usufruits) à hauteur de 148 M€ et de 19 M€ de parts de SCPI et d'OPCI.

Actifs immobiliers

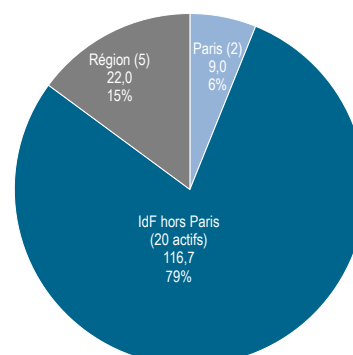
La répartition en valeur des actifs immobiliers par typologie et par zone géographique est présentée ci-après.

Patrimoine hors SCPI/OPCI par type
Total : 148 M€ (27 actifs)



Source : Société

Patrimoine hors SCPI/OPCI par zone géographique
Total : 148 M€ (27 actifs)



Source : Société

Près des trois-quarts du patrimoine en valeur est constitué de bureaux (7 actifs pour 90 M€) et de locaux à usage mixte bureau/activités (5 actifs pour 19 M€).

Les actifs divers (17 M€ soit 12% du patrimoine) correspondent pour l'essentiel à un ensemble constitué de résidences hôtelières et d'une installation thermique situé à Dax dans les Landes, acquis en 2007 pour 16 M€ dans le cadre d'une opération d'externalisation des actifs du groupe Thermadour. Cet actif constitue le principal investissement du groupe hors Ile-de-France, où se trouve l'essentiel du patrimoine de PAREF (85% du patrimoine en valeur).

En dehors d'un usufruit d'habitation, le seul actif détenu dans Paris intra-muros est un immeuble de bureaux et commerces situé dans le 11^{ème} arrondissement, acquis fin 2016 pour 8,5 M€ hors droits.

Les 20 actifs situés en Ile de France hors Paris (117 M€ de valeur) sont constitués de 17 actifs acquis en 2007/2008 et de 3 actifs de taille significative entrés plus récemment dans le périmètre de la Société :

- un immeuble de bureau à Levallois-Perret (Hauts-de-Seine) acquis en 2014 pour 24,4 M€ droits inclus ;
- un immeuble de bureaux situé à Gentilly (Val-de-Marne) acquis en 2015 pour 8,5 M€ (hors droits) ;
- 50% de l'immeuble Gaïa à Nanterre livré en janvier 2014 (évalué sur la base d'un coût historique total de 36 M€, soit 18 M€ pour la quote-part de 50% détenue par PAREF, représentant 12% de la valeur des actifs immobiliers).

En 2011, PAREF s'est associé au groupe de promotion/construction GA pour réaliser « en blanc » un immeuble de bureaux neuf situé à Nanterre dans le secteur dit Péri-Défense, à 1 500 m environ du métro La Défense. D'une surface de 11 100 m², l'immeuble a été livré en janvier 2014 mais il est demeuré inoccupé depuis cette date. Une location pour un plateau d'un peu moins de 1 500 m² a été signée en avril 2014 mais le locataire a résilié le bail avant son installation dans les locaux.

La situation de cet immeuble explique pour une part importante le taux de vacance financière du groupe, proche de 20% (18,6% fin 2016 contre 7,3% hors Gaïa).

Parts de SCPI / OPCI

PAREF détient des parts dans certaines SCPI et OPCI gérées par PAREF Gestion (cf. Infra) pour un montant total de 19,5 M€.

Gestion pour compte de tiers

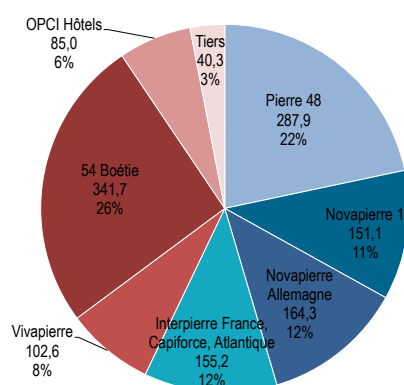
PAREF Gestion gère fin 2016 1,3 Md€ d'actifs pour compte de tiers à travers 6 SCPI et 3 OPCI.

PAREF Gestion facture des commissions de gestion de manière récurrente sur la base des encours gérés ainsi que des commissions de souscription lors de la collecte.

Une partie de ces commissions, de l'ordre de la moitié en moyenne, est rétrocédée à différents intervenants (apporteurs d'affaires notamment).

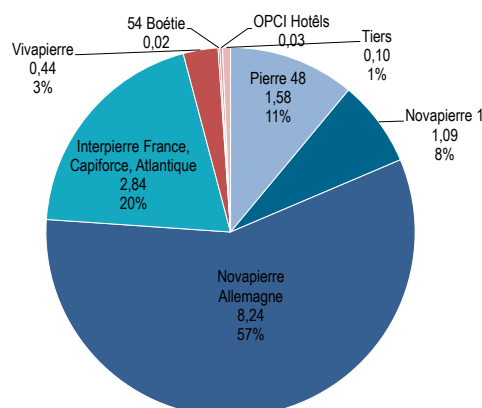
La répartition des actifs gérés et des commissions enregistrées en 2016 est présentée ci-dessous :

Actifs gérés par SCPI / OPCI
Total : 1 328 M€(*)



(*) Y compris QP de SCPI/OPCI détenues en propre
Source : Société

Commissions par SCPI / OPCI
Total : 14,3 M€(*)



(*) Y compris QP de SCPI/OPCI détenues en propre
Source : Société

SCPI

Les deux SCPI créées à la fin des années 1990 (Pierre 48, SCPI résidentielle d'appartements dits Loi 48 créée en 1996 et Novapierre 1, SCPI de commerces principalement parisiens créée en 1999) constituent encore un tiers des actifs gérés et contribuent à hauteur de près de 20% des commissions totales (souscription et gestion).

Novapierre Allemagne, SCPI de commerces (*retailpark*) en Allemagne lancée début 2014, a rencontré une demande importante. Sa capitalisation atteint 164 M€ fin 2016, soit 12% des encours gérés. Elle a généré sur cet exercice près de 60% des commissions de PAREF Gestion, mais presque exclusivement sous la forme de commissions de souscription de parts de SCPI – qui n'offrent pas la récurrence annuelle des commissions de gestion *stricto sensu*.

Interpierre France (créée en 2005 et capitalisant 60 M€ fin 2016) et les deux SCPI diversifiées dont la gestion a été reprise en 2013 (Capiforce Pierre) et 2016 (Atlantique Pierre 1) représentent 12% des actifs gérés et plus de 20% des commissions.

OPCI

PAREF Gestion gère trois OPCI à destination d'investisseurs professionnels : Vivapierre, 54 Boétie et un OPCI hôtelier.

54 Boétie est le plus important des trois en termes d'actifs gérés (près de 350 M€ fin 2016). Il génère en revanche peu de commissions, PAREF Gestion assurant uniquement la gestion administrative du seul actif (mono-locataire) que porte cet OPCI.

Vivapierre, créé en 2008 et détenu depuis l'origine à 27% par PAREF, est à l'origine de l'essentiel des commissions de gestion facturées au titre des OPCI. Vivapierre a acquis les murs de sept villages de vacances en France, dans le cadre d'une opération d'externalisation de certains actifs du groupe Belambra (anciennement VVF) dans le contexte d'une opération de capital-investissement sur cet exploitant hôtelier. La capitalisation de Vivapierre ressortait fin 2016 à 28 M€ pour un montant d'actifs immobiliers de 103 M€ (8% des actifs gérés), financés par des contrats de crédit-bail. Vivapierre est à l'origine de 3% des commissions perçues par PAREF Gestion en 2016.

Acquis en 2008, les sept villages de vacances ont été loués à l'exploitant Belambra VVF à travers des baux fermes de 12 ans à échéance 2020, qui précisent également les conditions de leur renouvellement. Le prix d'achat des actifs (90,4 M€) augmenté du montant des travaux réalisés en 2009 et 2010 (23,3 M€) ressort à 114 M€. En s'appuyant sur l'évolution des comptes de résultat des différents sites, le locataire a exprimé depuis plusieurs années son souhait que les loyers soient révisés en baisse lors du renouvellement des baux. Il a par ailleurs engagé un contentieux sur les conditions d'application de la clause d'indexation des loyers sur les baux en cours.

Après avoir atteint 120 M€ fin 2013, les valeurs d'expertises ont baissé de 7 M€ en 2014 et en 2015 puis de 3 M€ en 2016 pour atteindre 103 M€ à fin 2016. Nous avons échangé avec l'expert pour apprécier la méthodologie et les hypothèses retenues lors des travaux de mise à jour à fin juin 2017. Nous avons également obtenu communication de valeurs en sensibilité selon des scénarios d'évolution alternatifs.

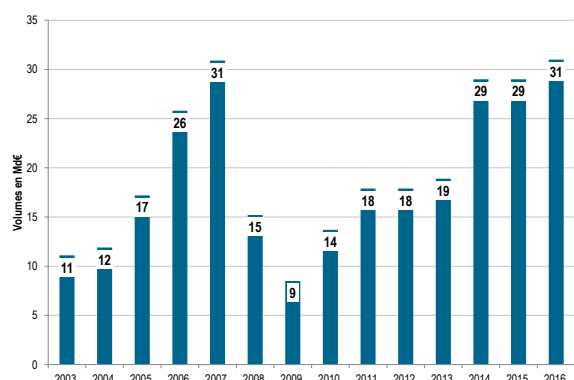
VII.3. Marché

Marché de l'immobilier d'entreprise

Le marché de l'immobilier d'entreprise en France a connu en 2016 une année record, avec un volume d'opérations (acquisitions/cessions d'actifs) de 31 milliards d'euros, au plus haut depuis 2007, après deux années à un niveau élevé (29 Md€ en 2014 et 2015).

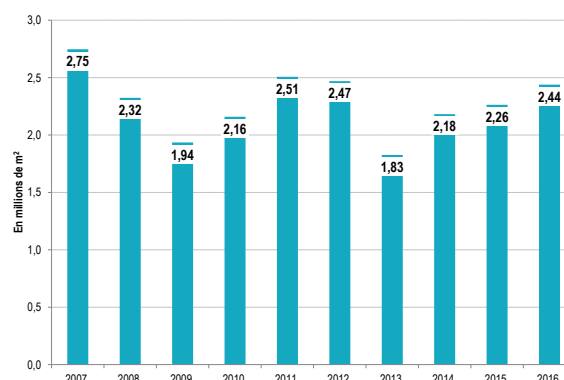
Près des deux tiers de ce montant ont été investis en Ile-de-France (20 Md€, soit des niveaux proches de 2007 et 2015). Dans cette région, principal marché de PAREF, la demande placée de bureaux a atteint en 2016 2,4 millions de m², au plus haut depuis 2012.

Volumes des opérations en immobilier d'entreprise en France (en Md€)



Source : BNP Paribas Real Estate

Demande placée des bureaux en IdF 2007-2016 en millions de m²



Source : ImmoStat

L'environnement de taux très bas depuis 3 ans (OAT 10 ans inférieur à 1% à fin 2014, 2015 et 2016) a stimulé les investissements immobiliers, entraînant les taux de rendement (rapport des loyers de marché sur le prix des actifs) à la baisse.

Ainsi par exemple, les taux de rendement *prime* (c'est-à-dire celui des meilleurs actifs) du QCA (quartier central des affaires) de Paris ressortaient au quatrième trimestre 2016 à un point bas historique de 3,0% contre environ 3,5% fin 2015. Ce taux présente néanmoins encore un *spread* positif par rapport à des taux obligataires de long terme jugés « sans risque » (OAT 10 ans de 0,7% fin 2016), à la différence du précédent point bas de fin 2007 où le taux de rendement *prime* du QCA (4,0%) était inférieur aux taux longs (OAT 10 ans de 4,4% fin 2007). (Sources : Société, pour les taux de rendement : Thomson Reuters).

Dans un contexte économique défavorable (taux de chômage compris entre 9% et 10% depuis mi-2009 contre 7% fin 2007, taux de croissance annuel du PIB compris entre 0,2% et 1,2% depuis 5 ans, une inflation proche de zéro), les loyers ont peu progressé. En Ile-de-

France, le loyer facial moyen des nouveaux baux pour des bureaux neufs ou rénovés a ainsi baissé de 1% entre 2008 (moyenne sur les 4 trimestres de 372 €/m²/an HT Hors Charges) et 2016 (367 €). Celui des actifs de seconde main a augmenté de 2%, passant de 342 € à 350 €. (Sources : Insee, ImmoStat)

Le taux de vacance francilien est descendu fin 2016 à 6,2% - au plus bas depuis 2009 - mais recouvre des situations contrastées : la vacance est faible dans Paris intra-muros (3,1%) mais elle atteint ou dépasse par exemple les 10% à la Défense (9,6%) et dans le Croissant Ouest (10,8%). (Source : CBRE)

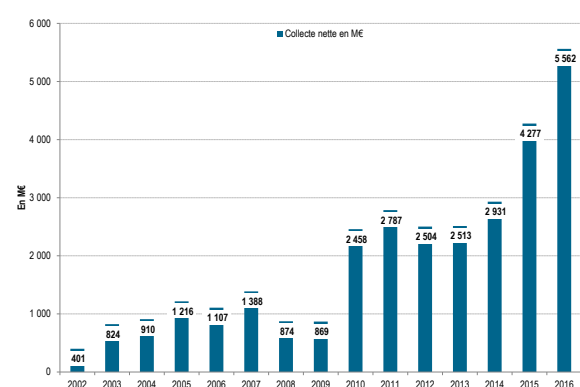
Marché de la gestion pour compte de tiers sous forme de SCPI

Les montants collectés par les SCPI en 2016 ont atteint un niveau record. Nette des retraits, la collecte totale ressort à 5,6 Md€, en croissance de 30% par rapport à l'exercice 2015. Elle correspond à plus du double des montants collectés chaque année entre 2010 et 2014, compris entre 2,5 Md€ et 2,9 Md€.

Au total, les 178 SCPI du marché affichaient fin 2016 une capitalisation boursière d'environ 44 Md€ soit près de trois fois le niveau de capitalisation de 2006 (15 Md€).

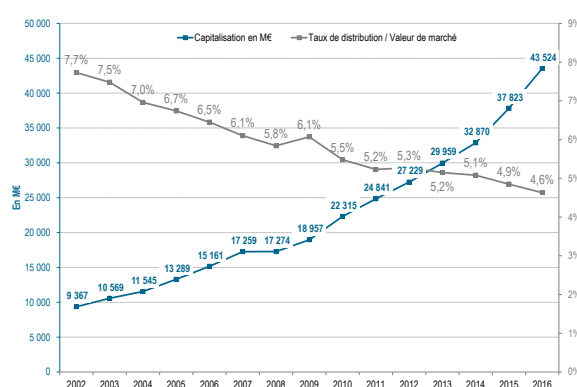
S'ajoute à ce marché celui des OPCV « grand public », au nombre de 12 fin 2016 et sur lequel PAREF Gestion n'est pas présent, qui capitalisait fin 2016 près de 9 Md€.

**Collecte annuelle nette
(en M€)**



Source : ASPIM (Association française des Sociétés de Placement immobilier)

**Capitalisation totale des SCPI à fin d'année (M€)
et taux de rendement (%)**



Source : ASPIM (Association française des Sociétés de Placement immobilier)

Le succès rencontré ces dernières années par les SCPI auprès des investisseurs individuels s'explique notamment par (i) l'environnement boursier qui s'est fortement dégradé en 2008 et 2009, conduisant à une réorientation de l'épargne et (ii) l'environnement de taux bas rendant l'investissement immobilier particulièrement attractif, les taux de rendement des SCPI, certes en baisse depuis 15 ans, étant encore en moyenne proches de 5%.

Le marché de la gestion de SCPI regroupe une trentaine d'intervenants : des acteurs spécialisés en immobilier comme Sodify, Perial et Fiducial Gérance et des sociétés de gestion généralistes (BNP Paribas, Amundi et La Française AM par exemple).

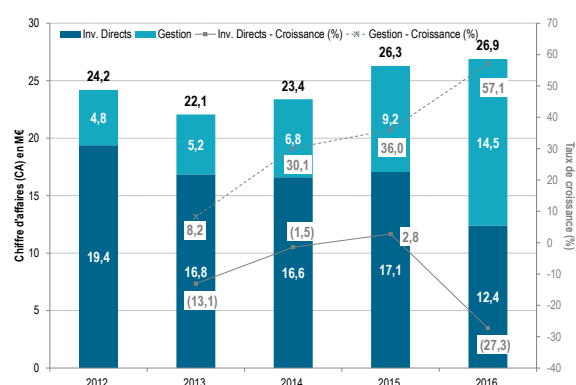
Avec 108 M€ collectés en 2016 et des actifs gérés en SCPI de l'ordre de 800 M€, la part de marché de PAREF Gestion représente moins de 2%.

VII.4. Performances financières historiques

Chiffre d'affaires et marge brute : le chiffre d'affaires de l'activité de gestion a triplé depuis 4 ans et la marge brute a pratiquement doublé ; le chiffre d'affaires et la marge brute de l'activité d'investissements directs sont stables depuis 2012 (hors effet de la mise en équivalence d'Interpierre en 2016).

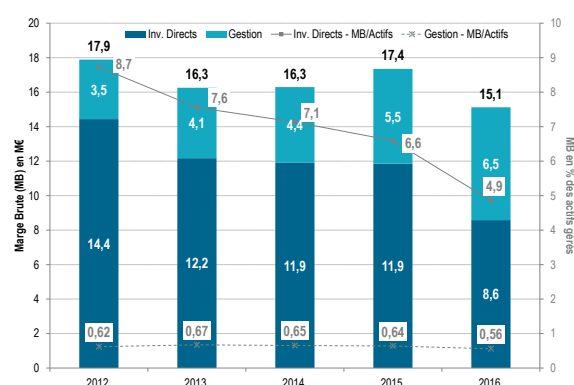
Nous présentons ci-dessous l'évolution du chiffre d'affaires et de la marge brute par activité sur les cinq dernières années :

Chiffre d'affaires (M€) et taux de croissance (%)



Source : Société (Information sectorielle des Documents de référence)

Marge brute (M€) et Marge brute / Actifs



Source : Société (Information sectorielle des Documents de référence)

Le chiffre d'affaires consolidé du groupe atteint 27 M€ en 2016.

Il a été obtenu pour plus de la moitié (54%) à travers l'activité de gestion pour compte de tiers (14,5 M€). Le chiffre d'affaires de cette activité, qui correspond aux commissions de souscription et de gestion facturées aux investisseurs, a triplé en 4 ans : il est passé d'environ 5 M€ en 2012 à près de 15 M€ en 2016, en lien avec la croissance des actifs sous gestion et notamment de Novapierre Allemagne (8,2 M€ de commissions enregistrées en 2016 – en souscription principalement – soit près de 60% du total de l'activité).

Le chiffre d'affaires de l'activité d'investissements directs (46% du chiffre d'affaires consolidé 2016) correspond aux loyers augmentés des charges refacturées. Il est ressorti à environ 17 M€ chaque année entre 2013 et 2015. La baisse de près de 5 M€ enregistrée en 2016 (de 17,1 M€ à 12,4 M€) s'explique par le changement de méthode de consolidation d'Interpierre (d'intégration globale, qui conduisait à reconnaître l'intégralité de son chiffre d'affaires dans les comptes du groupe, à une mise en équivalence).

La marge brute totale consolidée est ressortie à 15,1 M€ en 2016.

Elle correspond : (i) aux loyers hors charges nets des charges non refacturées pour l'activité d'investissements directs (8,6 M€ soit 57% de la MB du groupe en 2016) et (ii) aux commissions facturées nettes des montants reversés aux intermédiaires (principalement aux apporteurs d'affaires lors des souscriptions) pour l'activité de gestion (43% de la marge brute totale).

La marge brute de l'activité de gestion a presque doublé entre 2012 (3,5 M€ soit 73% du chiffre d'affaires de 4,8 M€) et 2016 (6,5 M€ soit 45% du chiffre d'affaires de 14,5 M€). La baisse du taux de marge observée ces dernières années (60% en 2015 – 5,5 M€ / 9,2 M€ – et 45% en 2016 contre 73% en 2012 et 79% en 2013 – 4,1 M€ / 5,2 M€) s'explique par la part plus importante des commissions de souscription – qui font l'objet de rétrocessions aux partenaires – dans le chiffre d'affaires total de l'activité, en lien notamment avec l'intérêt rencontré par Novapierre Allemagne.

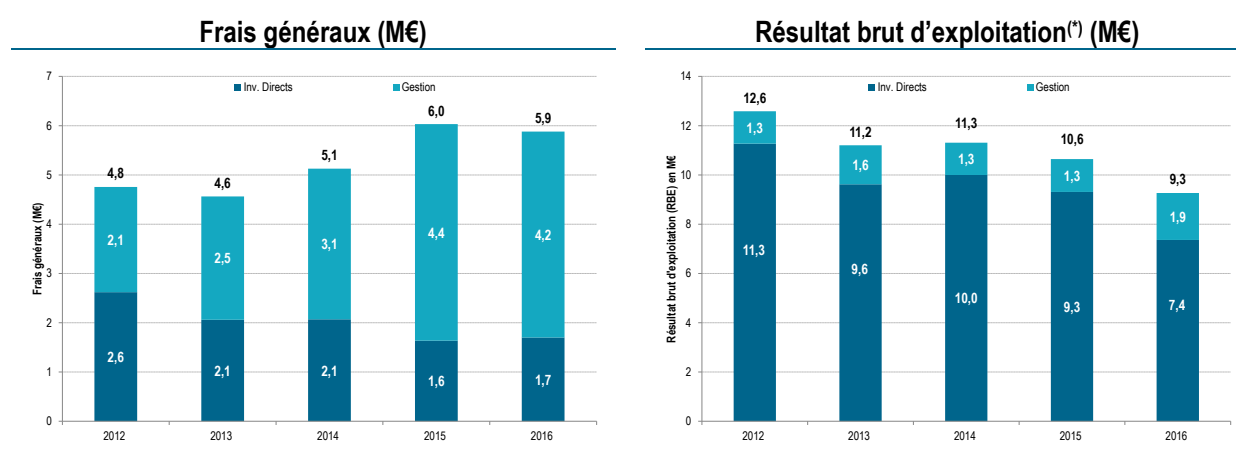
Rapportée aux actifs gérés (calculés comme la moyenne des actifs gérés à l'ouverture et à la clôture de l'exercice), la marge brute de l'activité de gestion est ressortie en moyenne à

0,65% des actifs gérés entre 2012 et 2015. La baisse constatée en 2016 (0,56%) s'explique par les montants faibles facturés au titre de l'OPCI mono-actif 54 Boétie (près de 350 M€ d'actifs fin 2016) pour lequel PAREF réalise uniquement la gestion administrative.

La marge brute de l'activité d'investissements directs est restée stable à 12 M€ entre 2012 et 2015. Comme pour le chiffre d'affaires, la baisse enregistrée en 2016 (-3,3 M€) s'explique par le changement de méthode de consolidation d'Interpierre. Celui-ci explique également la baisse de la marge brute rapportée au montant des actifs (4,9% en 2016 contre 6,6% en 2015), les actifs d'Interpierre affichant un rendement important (taux de rendement brut de 9,6% en 2015 pour une valeur hors droits de 39,5 M€).

Résultat brut d'exploitation : stable autour de 11 M€ depuis 2013 (hors effet du changement de méthode de consolidation d'Interpierre en 2016), il est réalisé à plus de 80% par l'activité d'investissements directs.

Nous présentons ci-dessous l'évolution des frais généraux et du résultat brut d'exploitation par activité depuis 2012 :



Source : Société (Information sectorielle des Documents de référence)

Source : Société (Information sectorielle des Documents de référence)
(*) intègre les mises en équivalence de façon proportionnelle

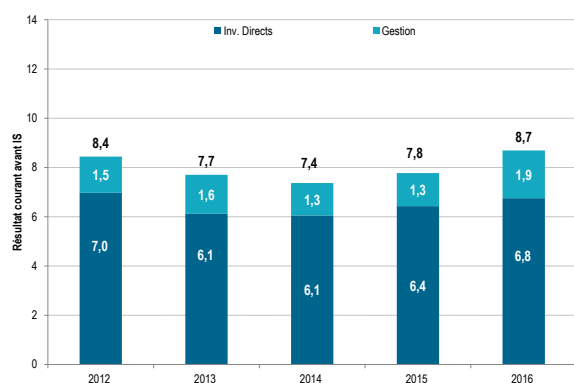
Constitué à 60% environ de frais de personnel (le groupe employait 32 personnes fin 2016), le montant des frais généraux a atteint 6 M€ en 2015 (6,0 M€) et 2016 (5,9 M€) contre moins de 5 M€ en 2012 (4,8 M€) et 2013 (4,6 M€).

L'activité de gestion, dont les frais de fonctionnement ont doublé depuis 4 ans passant de 2,1 M€ en 2012 à plus de 4 M€ en 2015 et 2016, contribue à hauteur de plus de 70% aux frais généraux du groupe.

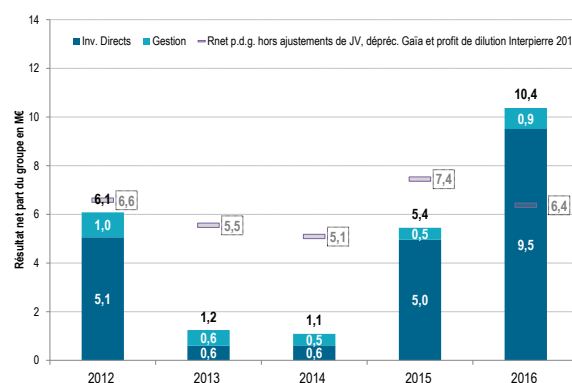
Après prise en compte de la quote-part de résultat d'exploitation des sociétés mises en équivalence et des autres produits et charges, le résultat brut d'exploitation (RBE) du groupe s'est établi à environ 11 M€ par an entre 2013 et 2015. L'activité d'investissements directs est à l'origine sur cette période de 85% à 90% du RBE consolidé du groupe.

La baisse de 1,3 M€ du RBE du groupe entre 2015 (10,6 M€) et 2016 (9,3 M€) s'explique principalement par le changement de méthode de consolidation d'Interpierre, dont le résultat d'exploitation est dorénavant comptabilisé en quote-part dans le reporting sectoriel (+0,4 M€ en 2016) alors qu'il était précédemment comptabilisé à 100% (+1,8 M€ en 2015).

Résultat courant avant IS : Intégrant le coût de l'endettement financier porté par l'activité d'investissements directs, il ressort depuis 5 ans proche de 8 M€ (hors profit de dilution et effet du changement de méthode de consolidation d'Interpierre en 2016). Retraité des ajustements de valeur des actifs, qui rendent erratique le résultat net part du groupe publié, le résultat net ajusté ressort depuis 5 ans autour de 5-7 M€.

Résultat courant avant IS(*) (M€)


Source : Société (Information sectorielle des Documents de référence)
(*) intègre les mises en équivalence de façon proportionnelle

Résultat net part du groupe (M€)


Source : Société (Information sectorielle des Documents de référence)
Retraitements Valphi

Entre 2012 et 2015, l'écart entre le RBE et le résultat courant avant IS du groupe correspond au coût de l'endettement financier net de l'activité d'investissements directs (l'activité de gestion pour compte de tiers ne porte pas d'endettement). Celui-ci s'est inscrit tendanciellement en baisse sur cette période, passant de 4,3 M€ en 2012 à 2,9 M€ en 2015.

En 2016, le résultat financier total, qui intègre la quote-part de résultat financier des sociétés mises en équivalence, ressort à -0,6 M€ : le profit de dilution généré par le changement de méthode de consolidation d'Interpierre pour +2,2 M€ compense en partie le coût de l'endettement financier.

Au total, le RBE du groupe ressort en 2016 à 8,7 M€. Retraité (i) du profit de dilution d'Interpierre enregistré en résultat financier (+2,2 M€) et (ii) de l'effet du changement de méthode de consolidation (différence de - 1,3 M€ entre une comptabilisation du résultat courant à 100% soit 1,6 M€ et une comptabilisation en quote-part soit 0,3 M€), il ressort à 7,8 M€ (8,7 M€ - 2,2 M€ + 1,3 M€), en ligne avec les niveaux enregistrés depuis 2012 (entre 7,4 M€ et 8,4 M€).

Le résultat net de l'activité de gestion intègre une charge d'impôt sur les sociétés (taux effectif d'impôt entre 33% et 35% depuis 2013 pour une charge d'IS comprise entre -0,2 M€ et -0,5 M€). Il intègre également chaque année pour -0,6 M€ une charge d'amortissement du fonds de commerce de PAREF Gestion.

Le résultat net de l'activité d'investissements directs est plus erratique du fait de la comptabilisation d'ajustements de juste valeur du patrimoine immobilier. Les pertes de valeur enregistrées en 2013 (-4,3 M€) et 2014 (-4,0 M€) ont ainsi conduit le résultat net part du groupe de l'ensemble des activités à un niveau proche de 1 M€. Inversement, en 2016, les gains de valeur de +2,4 M€ ont permis d'enregistrer un résultat net supérieur à 10 M€.

Retraité des ajustements de valeur des actifs (y.c. dépréciation en 2016 de l'immeuble Gaïa pour -0,6 M€ en quote-part PAREF enregistrée dans le RBE de Wep Watford) et du profit de dilution Interpierre en 2016 (+2,2 M€), le résultat net annuel part du groupe ressort depuis 5 ans entre 5,1 M€ et 7,4 M€.

VII.5. Structure du bilan consolidé fin 2016

Nous présentons ci-dessous une lecture économique du bilan consolidé de PAREF à fin 2016 :

Bilan consolidé résumé à fin 2016

En millions d'euros	2016R	
Immeubles de placement	104,4	Immeubles détenus en direct = 129,9
Actifs non courants disponibles à la vente	25,5	
Immobilisations financières	9,3	Dont Wep Watford (C/C - QP de SN <0) = 9,1
Titres mises en équivalence	18,0	Vivapierre : 9,3 M€, Interpierre = 8,7 M€
Actifs financiers disponibles à la vente	1,1	Parts de SCPI/OPCI non consolidés
Immobilisations incorporelles et corporelles	0,8	Dont 0,6 M€ = fonds de commerce PAREF Gestion
Total actifs non courants	159,0	
BFR, provisions, impôts diff. et instruments dérivés	(3,6)	
Total Capitaux employés	155,4	
Capitaux propres part du groupe	94,2	
Emprunts bancaires, part à long terme	55,1	
Emprunts bancaires, part à court terme	10,1	
Total emprunts bancaires	65,1	
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(4,0)	
Dette financière nette	61,2	
Total Capitaux investis	155,4	

Source : Société (Document de référence)

Les actifs non courants à fin 2016, qui constituent l'essentiel des capitaux employés par la société, s'établissent à 159 M€ fin 2016. La différence de -8 M€ avec le montant du patrimoine publié par la Société (167 M€ cf. VII.2.) provient (i) pour -9 M€ de la comptabilisation en quote-part de l'immeuble Gaïa (18 M€) alors que dans les comptes est enregistré en immobilisations financières le montant du compte courant détenu par PAREF (9,3 M€) diminué de la quote-part de situation nette négative (-0,2 M€) et (ii) pour +1 M€ du montant des immobilisations corporelles et incorporelles comptabilisé en actifs non courants (0,8 M€ dont 0,7 M€ de fonds de commerce PAREF Gestion : 6,2 M€ de valeur brute amorties à hauteur de 5,5 M€).

Les emprunts bancaires ressortent à 65,1 M€ fin 2016 (dont 10,1 M€ - 15,5% - à court terme), soit 50% du montant des actifs immobiliers détenus en direct (130 M€).

En considérant (i) le montant total du patrimoine publié par la Société (167 M€, soit 130 M€ d'actifs détenus en direct, 19 M€ de parts dans les SCPI et OPCI et 18 M€ de quote-part de l'immeuble Gaïa) et (ii) le montant de la dette financière de 65 M€ augmenté de la quote-part de dette Wep Watford (9 M€) et diminué de la trésorerie consolidée (4 M€), le ratio *Loan to Value* (LTV) ressort à 42% fin 2016 (en ligne avec les niveaux observés depuis 2012 entre 40% et 42%).

93% du montant des emprunts bancaires (60,6 M€) est, après effet des couvertures, à taux fixe (34,1 M€ à taux variable couvert et 26,5 M€ à taux fixe à l'origine).

Le taux moyen de la dette ressort en 2016 à 4,47% pour une échéance moyenne d'environ 4,5 ans.

VIII. Analyse des conditions financières de l'Offre

VIII.1. Méthodes d'évaluation

Méthodes retenues

Afin d'apprécier les conditions financières de l'Offre, nous avons mis en œuvre une approche multicritères qui intègre les méthodes d'évaluation suivantes :

- une approche intrinsèque par la méthode de l'Actif Net Réévalué (la « **Méthode de l'ANR** ») ;
- une approche analogique par référence à l'appréciation boursière de sociétés cotées dont l'activité est jugée comparable à celle de PAREF (la « **Méthode des comparables boursiers** ») ;
- une approche analogique par référence aux conditions financières d'opérations récentes réalisées sur le capital de sociétés jugées comparables (la « **Méthode des transactions comparables** »).

Références d'évaluation

Nous avons par ailleurs complété notre analyse en considérant, à titre de références d'évaluation l'historique de cours de l'action PAREF préalablement au dépôt du projet d'Offre.

Méthodes écartées

- L'actualisation de dividendes futurs : les flux de dividendes dépendent des résultats de la Société et de la politique de distribution adoptée. Ils ne permettent pas d'appréhender directement la capacité de la Société à générer les flux futurs de trésorerie à l'origine de la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires.
- La méthode DCF : cette méthode est indirectement retenue dans la Méthode de l'ANR, qui intègre une évaluation intrinsèque des actifs immobiliers de la Société par l'actualisation de flux futurs de trésorerie disponible ou la capitalisation des revenus.

VIII.2. Méthode de l'ANR

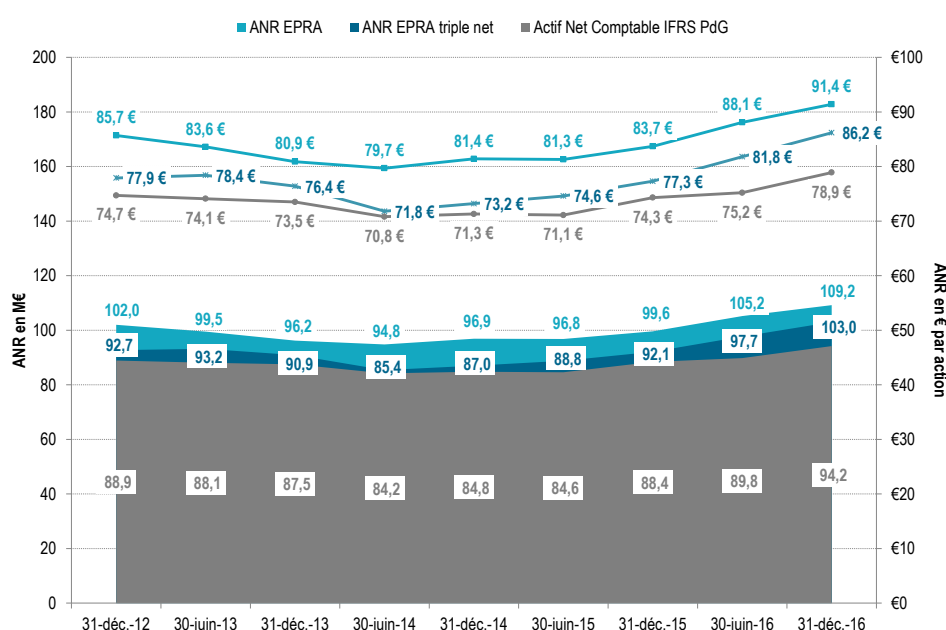
Nous avons conduit une évaluation des capitaux propres de PAREF par la Méthode de l'ANR, à partir (i) d'une analyse des ANR historiques publiés par la Société et (ii) d'une analyse de sensibilité sur la valeur de certains actifs et de l'activité de gestion.

ANR 2012-2016

Dans le cadre de la publication de ses comptes annuels et semestriels, PAREF communique depuis 2012 la valeur des deux actifs nets réévalués définis par l'EPRA (European Public Real Estate Association) : l'ANR EPRA et l'ANR EPRA triple net.

Les capitaux propres consolidés part du groupe ainsi que les ANR EPRA et EPRA triple net publiés par PAREF depuis fin 2012 sont présentés ci-dessous :

Evolution des fonds propres consolidés part du groupe et des ANR EPRA et EPRA triple net (en M€ sur l'échelle de gauche et en € par action sur l'échelle de droite)



Source : Société (Document de référence, comptes semestriels)

Données à fin 2015 proforma de la MEE d'Interpierre et de la modification des multiples d'évaluation de PAREF Gestion

Au 31 décembre 2016, l'ANR EPRA triple net ressort à 103,0 M€ soit 86,2 euros par action.

Il est supérieur de 8,8 M€ (7,3 € / action) aux capitaux propres part du groupe à fin 2016 (94,2 M€ soit 78,9 € par action). Cette différence de +9,3% (7,3 € / 78,9 €) correspond essentiellement :

- A la mise à la juste valeur du fonds de commerce de l'activité de gestion, calculée sur la base de multiples de commissions, pour +13,0 M€ (10,9 € par action) soit une valeur du fonds de commerce de 13,6 M€ diminuée de la valeur nette comptable des actifs incorporels inclus dans les fonds propres du groupe (0,6 M€) ;
- A la mise à la juste valeur de la dette financière du groupe pour -4,0 M€ (-3,4 € par action).

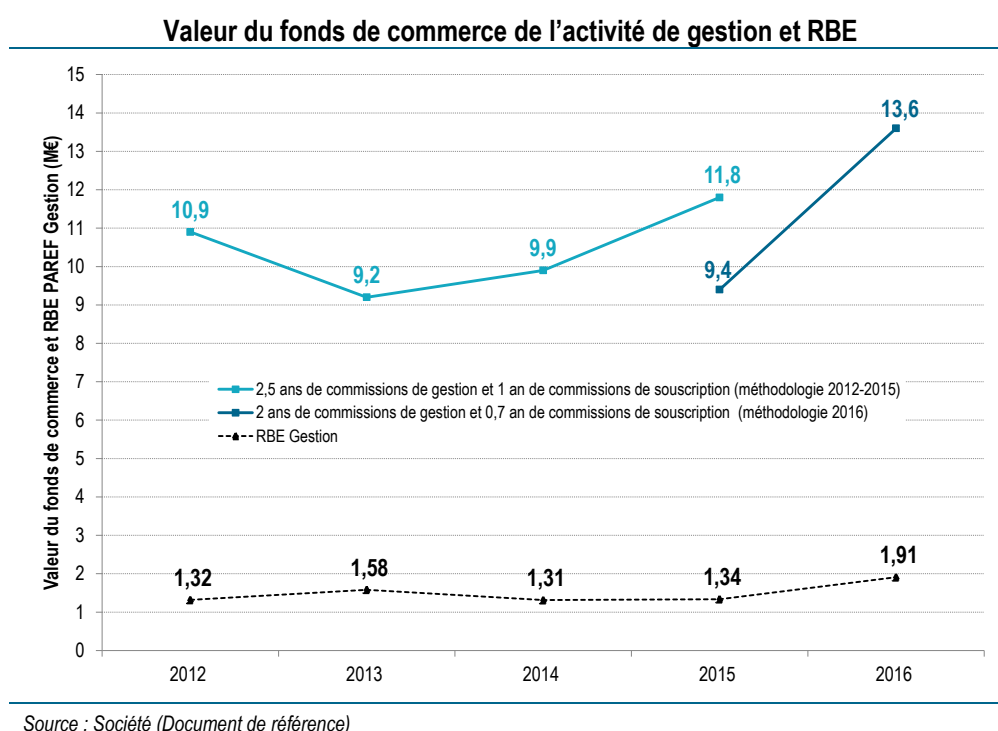
Depuis fin 2012, l'ANR EPRA triple net a toujours été supérieur aux capitaux propres comptables. A fin 2016, l'écart est au plus haut du fait (i) d'une valeur de l'activité de gestion qui atteint un niveau record et (ii) d'un ajustement négatif de juste valeur de la dette au plus bas (-4 M€ à comparer à des ajustements historiques compris entre -7 M€ et -4 M€).

A fin 2016, l'écart entre l'ANR EPRA (109,2 M€ / 91,4 € / action) et l'ANR EPRA triple net (103,0 M€ / 86,2 € / action) ressort à +6,2 M€ (5,2 € / action). Cette différence correspond principalement à la mise à la juste valeur de la dette (-4,0 M€) et des instruments de couverture (-1,7 M€ comptabilisé dans les capitaux propres et conservé dans l'ANR EPRA triple net) non prise en compte dans l'ANR EPRA. Sur les 5 dernières années, l'écart entre ces 2 ANR est ressorti entre 5 M€ et 10 M€ (entre 4 € et 8 € par action).

Dans le cadre de la mise en œuvre de la Méthode de l'ANR, nous privilégions la référence à l'ANR EPRA triple net, qui permet une lecture en valeur de marché de l'ensemble du bilan (actifs immobiliers et dette financière).

Valeur du fonds de commerce PAREF gestion

Nous présentons ci-dessous la juste valeur du fonds de commerce de PAREF Gestion enregistrée dans les ANR EPRA et EPRA triple net à la clôture de chaque exercice depuis 2012. Nous rappelons également le montant du résultat brut d'exploitation de l'activité ces dernières années :



Entre 2012 et 2015, la valeur du fonds de commerce de PAREF Gestion était calculée comme la somme (i) des commissions annuelles de gestion (en moyenne sur les 2 derniers exercices) multipliées par un facteur 2,5x et (ii) des commissions annuelles de souscription (en moyenne sur les 2 derniers exercices) multipliées par un facteur 1,0x. Au 31 décembre 2016, ces deux facteurs ont été retenus respectivement à 2,0x et 0,7x.

La valeur enregistrée de 2012 à 2015 est ressortie entre 9 M€ et 12 M€. Elle a atteint fin 2016 près de 14 M€.

La valeur du fonds de commerce retenue en 2016 (13,6 M€) augmentée des fonds propres réglementaires normatifs de l'activité (un quart des frais généraux soit 1,0 M€ environ) correspond à une valeur totale de l'activité de 14,6 M€, soit un multiple du résultat d'exploitation 2016 de l'activité (1,91 M€) de 7,6x. En considérant un taux d'impôt sur les sociétés de 34,43%, ce multiple de 7,6x est équivalent à un multiple de résultat net (PER) de 11,6x (7,6x / (1-34,43%)).

Ce multiple correspond à une décote d'environ 23% par rapport au PER moyen de 15,1x calculé à partir d'un échantillon d'asset managers européens cotés :

Echantillon d'asset managers européens cotés^(*)

Société	Pays	Capitalisation boursière (moyenne 20j.)	Marge nette ^(**)	PER 2017 ^(***)
Amundi	France	12 496	33,9%	17,3x
Schroders	Royaume-Uni	9 622	29,9%	14,0x
Aberdeen	Royaume-Uni	4 387	29,2%	13,2x
Banca Generali	Italie	3 152	38,7%	15,1x
Man Group	Royaume-Uni	2 966	22,0%	12,2x
Ashmore Group	Royaume-Uni	2 856	55,0%	12,9x
Jupiter Fund Management	Royaume-Uni	2 595	38,3%	14,1x
Azmut Holding	Italie	2 595	43,2%	13,4x
Gam Holding	Suisse	1 959	19,2%	19,5x
Anima Holding	Italie	1 844	50,3%	14,1x
Rathbone Brothers	Royaume-Uni	1 507	22,2%	19,6x
Brewin Dolphin	Royaume-Uni	1 099	21,7%	18,3x
UFF	France	482	12,9%	13,2x
Minimum		482	12,9%	12,2x
Maximum		12 496	55,0%	19,6x
Moyenne		3 659	32,1%	15,1x
Médiane		2 595	29,9%	14,1x

(*) Echantillon correspondant aux membres de l'indice Thomson Reuters « DS Asset Managers Europe » pour lesquels des données 2017 sont disponibles (hors Hargreaves Lansdown et Intertrust Group Holding)

(**) Résultat net normatif rapporté au chiffre d'affaires net / PNB (dernier exercice fiscal)

(***) PER calculés sur des prix en moyenne 20 j. et hors capitaux propres excédentaires

Source : Thomson Reuters au 16 juin 2017, Information publique. Echantillon :

Cette décote ne paraît pas excessive au regard de la nature des sociétés comparables, dont la taille très supérieure à celle PAREF Gestion permet notamment des économies d'échelle significatives (la marge nette moyenne de l'échantillon est supérieure à 30% contre moins de 20% pour PAREF) et une présence sur de nombreux marchés (en termes de gammes de produits et de zones géographiques).

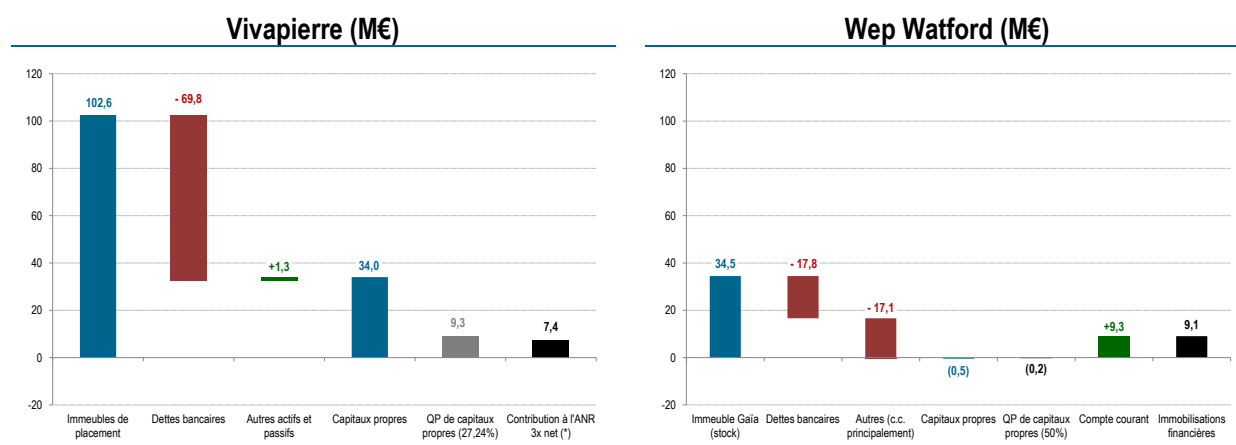
Par ailleurs, une part importante de la valeur du fonds de commerce de PAREF, telle qu'elle est reconnue à travers la méthodologie proposée, ressort des commissions de souscription – dont une part importante pour Novapierre Allemagne. Cette spécificité souligne la difficulté de comparer PAREF Gestion à de grands gérants d'actifs européens cotés dont les revenus sont non seulement très supérieurs, mais également bien davantage diversifiés et récurrents.

Facteurs de risque sur les actifs

Nous comprenons qu'il existe des éléments d'incertitude particuliers attachés à la valeur de certains actifs, notamment en raison de la situation de l'immeuble Gaïa à Nanterre (intégralement vacant à date, plus de 3 ans après sa livraison) et au litige en cours avec l'exploitant des sept villages de vacances détenus par Vivapierre sur les conditions locatives (clause d'indexation) ainsi qu'aux demandes de révision de loyers lors du renouvellement des baux.

La contribution de ces deux actifs à l'ANR EPRA triple net du groupe est de 7,4 M€ pour Vivapierre et de 9,1 M€ pour l'immeuble Gaïa (via la société Wep Watford).

Les principaux agrégats bilanciels de ces deux sociétés sont présentés ci-dessous :



Source : Société (Document de référence 2016)

Source : Société (Document de référence 2016)

(*) Contribution correspondant à la QP de valeur liquidative intégrant la mise à la juste valeur de la dette financière

Vivapierre

Le groupe Belambra VVF, locataire exploitant des sept villages de vacances détenus par Vivapierre, a exprimé son intention d'obtenir une révision des loyers sur certains actifs. Il conteste par ailleurs la clause d'indexation des loyers.

Les principaux facteurs d'incertitude sur l'appréciation des actifs sont l'échéance prochaine des baux (2020), le contexte contentieux entre l'exploitant et le bailleur, l'évolution des conditions d'exploitation de chacun des sites qui n'ont pas été communiquées par l'exploitant sur les derniers exercices, les spécificités de ces actifs et l'étroitesse du marché immobilier correspondant ainsi que les circonstances particulières de l'intégration de ces actifs en 2008 dans le périmètre de Vivapierre (à l'occasion d'une opération de cession-location des murs de l'exploitant dans le contexte d'un LBO).

Un projet de transaction en cours, dont les conditions financières nous ont été communiquées et qui porte indirectement sur le capital de Vivapierre, conduit cependant à nuancer l'appréciation du risque attaché à l'ANR de Vivapierre.

Wep Watford

L'immeuble Gaïa, situé à Nanterre et détenu par la société Wep Watford, demeure inoccupé depuis sa livraison en janvier 2014.

L'éloignement des transports en commun (hors desserte par bus) et l'offre importante en Péri-Défense (taux de vacance proche de 15%) sont à l'origine des difficultés de commercialisation.

Une période de vacance de plus de 3 ans est inhabituelle pour ce type d'actif en Ile-de-France et rend incertaine l'évaluation conduite par l'expert immobilier, lequel est conduit à retenir des hypothèses de vacance et de loyer difficiles à estimer dans ce contexte.

Par ailleurs, PAREF est associé via la société Wep Watford à un partenaire dans le financement de cet actif qui pourrait désormais privilégier une cession directe, sans locataire, dans des conditions a priori défavorables à la liquidité. PAREF devrait alors céder ses parts dans les mêmes conditions ou à se porter acquéreur des parts du cédant. Une consultation a été réalisée ces derniers mois par un courtier immobilier à l'initiative du partenaire de PAREF sur cet actif afin d'apprécier l'intérêt potentiel d'investisseurs dans le cadre d'une cession en l'état, sans locataire. Nous avons eu communication des offres reçues dans ce cadre.

Nous avons conduit des échanges avec le management de PAREF et de PAREF gestion ainsi qu'avec les experts immobiliers en charge de l'évaluation des actifs de Vivapierre et de

l'immeuble Gaïa sur les facteurs de risque attachés à ces deux actifs et sur la manière dont ces facteurs pourraient affecter l'ANR EPRA triple net du groupe. Nous avons en particulier sollicité l'expert en charge de l'évaluation des actifs Vivapierre afin d'obtenir une appréciation en sensibilité à partir de scénarios d'évolution alternatifs.

A partir des informations qui nous ont été communiquées et des analyses que nous avons réalisées dans le cadre de la mission qui nous est confiée, nous reconnaissons un risque attaché à la contribution de l'ensemble Vivapierre et Gaïa à l'ANR EPRA triple net du groupe pour une valeur totale de -6,0 M€, soit -5,0 € par action.

Facteurs de risque sur la valeur de l'activité de gestion

L'augmentation significative du chiffre d'affaires de l'activité de gestion ces dernières années est principalement liée au succès de Novapierre Allemagne lancée en 2014. En 2016, cette SCPI a ainsi contribué à près de 60% du chiffre d'affaires de l'activité.

Les commissions de souscription enregistrées par Novapierre Allemagne, qui constituent aujourd'hui l'essentiel des commissions enregistrées par cette SCPI, n'offrent pas la récurrence annuelle des commissions de gestion.

Dès lors, l'appréciation de la valeur de l'activité de gestion sur la base des performances opérationnelles récentes de PAREF Gestion ne permet pas d'apprécier les risques de baisse future de chiffre d'affaires et de résultat attachés à la faible récurrence d'une part significative du chiffre d'affaires de l'activité.

La valeur du fonds de commerce retenue dans l'ANR à fin 2016 (13,6 M€) correspond à un multiple de 7,1x appliqué au résultat d'exploitation 2016 de l'activité (1,91 M€).

L'utilisation de ce multiple sur un résultat d'exploitation calculé en moyenne sur plusieurs exercices passés permet de limiter le risque d'attacher à l'appréciation de la valeur du fonds de commerce une contribution excessive de revenus non récurrents.

L'application du multiple de 7,1x au résultat d'exploitation moyen des cinq derniers exercices (soit 1,49 M€) fait ressortir une valeur du fonds de commerce de 10,6 M€, inférieure de 3,0 M€ (22%) – soit 2,5 € par action – à la valeur de 13,6 M€ retenue dans l'ANR.

Nous retenons ainsi, au titre de la Méthode de l'ANR, une fourchette de valeurs comprises entre

- **78,7 € par action**, soit l'ANR EPRA triple net de fin 2016 (86,2 €) diminué de l'impact des risques sur les actifs (5,0 €) et sur la société de gestion (2,5 €)
- **et 86,2 € par action**, soit l'ANR EPRA triple net au 31 décembre 2016.

VIII.3. Synergies envisagées

L'Initiateur souhaite développer l'activité de gestion de PAREF à travers notamment (i) l'apport de la gestion de certains actifs immobiliers détenus par Fosun en Europe et (ii) le développement de la gestion d'actifs à destination d'investisseurs institutionnels.

Dans le cadre de la mise en œuvre de cette stratégie, la progression attendue des actifs sous gestion pourrait conduire, d'après le plan d'affaires communiqué à l'AMF dans le cadre du changement de contrôle de PAREF Gestion, à un résultat d'exploitation de l'activité compris entre 2 M€ et 3 M€ à horizon 1 à 2 ans (contre 1,9 M€ en 2016 et 1,5 M€ en moyenne sur les cinq derniers exercices).

VIII.4. Méthode des comparables boursiers

Nous avons analysé l'appréciation boursière de 15 sociétés foncières françaises cotées dont le patrimoine est principalement constitué d'immobilier d'entreprise (bureaux, locaux d'activité et entrepôts)⁽⁴⁾, à partir des primes et décotes observées entre leurs cours de bourse et les derniers ANR EPRA triple net publiés (ou les ANR dont la définition est la plus proche du triple net en l'absence de données) retraités le cas échéant des dividendes détachés depuis les dates d'ANR.

Les multiples de résultat net récurrent d'une société (capitalisation boursière / RNR) ne reflètent pas ses dynamiques de revenus (notamment les loyers potentiels d'actifs vacants) et les risques attachés à son exploitation. Sur des foncières cotées avec des patrimoines présentant des profils de risque et des rendements différents, les comparaisons de multiples de résultat net ne nous paraissent pas constituer une méthode d'évaluation adaptée.

Origine des primes et décotes d'ANR

La recherche académique a identifié différents facteurs pouvant expliquer l'existence et les niveaux de primes et de décotes par rapport aux valeurs d'ANR dans les sociétés foncières, parmi lesquels : le levier financier (le risque de faillite peut faire peser une incertitude sur la valeur de réalisation des actifs), la liquidité des titres, les coûts de gestion de la foncière, la capacité du management à créer de la valeur, les différences d'appréciation de la valeur des actifs immobiliers entre experts et investisseurs (notamment liées au phénomène de lissage des valeurs d'expertise – *valuation smoothing*), les capacités d'accès aux marchés de capitaux et l'appartenance aux principaux indices boursiers.

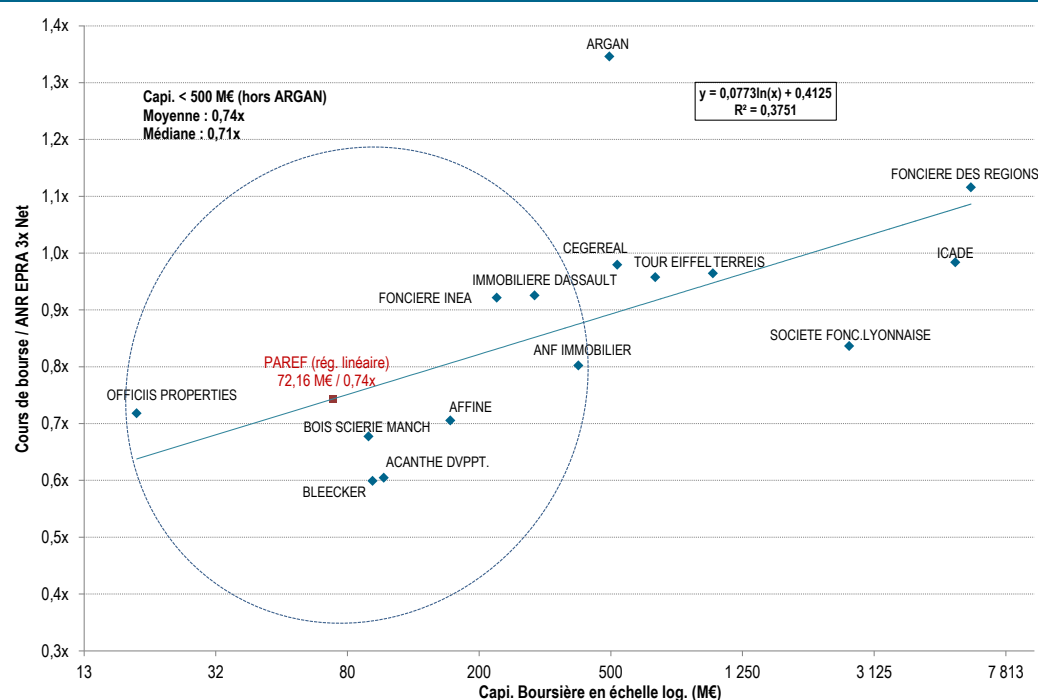
Primes / décotes d'ANR et taille des foncières

Le facteur taille, s'il ne constitue pas en soi un élément justifiant l'existence de prime ou de décote, est susceptible de regrouper plusieurs de ces facteurs.

Nous présentons ci-dessous les multiples d'ANR (cours de bourse rapporté au dernier ANR EPRA triple net) observés sur les foncières retenues, en lien avec leur capitalisation boursière.

⁽⁴⁾ Suite à l'annonce le 21 juin 2017 du rapprochement envisagé entre Eurosic et Gecina, ces deux sociétés ont été exclues de notre échantillon de comparables boursiers.

Capitalisation boursière (en x – échelle logarithmique) et multiple d'ANR EPRA triple net^(*) (y)



(*) Pour Acanthe, Immobilière Dassault et Terreis : ANR dont la définition a été jugée la plus proche du triple net
Source : Données Bloomberg au 30 juin 2017, Information publique

Le cours de bourse rapporté à l'ANR des sociétés foncières de l'échantillon est ainsi corrélé à leur capitalisation boursière : le coefficient de détermination (R^2) de la régression des multiples d'ANR sur le logarithme de leur capitalisation boursière ressort à 38% (59% hors Argan).

L'appréciation boursière de PAREF avant l'annonce de l'opération (72,2 M€) correspond à un multiple de 0,70x l'ANR EPRA triple net à fin décembre 2016 (103,0 M€). Ce multiple est proche de celui qui ressort de l'application des paramètres de régression des multiples d'ANR sur la taille des foncières (0,74x).

En considérant la décote moyenne du sous-échantillon des 8 sociétés foncières dont la capitalisation boursière est inférieure à 500 M€ (hors Argan, qui présente un taux de vacance très faible - 1% - comparé à PAREF et aux autres foncières de cette taille), les multiples moyen et médian ressortent respectivement à 0,74x et 0,71x.

Le patrimoine immobilier de ces 8 sociétés est rappelé ci-dessous :

Foncières de capitalisation boursière inférieure à 500 M€ (hors Argan)

Nom	Capitalisation boursière (M€)	Portefeuille
ACANTHE DVPPT.	103 M€	- Patrimoine de 16 000 m² composé de 10 immeubles 80% QCA - Consitué principalement de bureaux
AFFINE R E	163 M€	- Patrimoine de 358 000 m² composé de 43 immeubles 66% bureaux, 23% commerces, 11% entrepôts 36% Paris, 9% IdF, 53% autres régions
ANF IMMOBILIER	399 M€	- Patrimoine de 392 000 m² 54% bureaux, 13% commerces, 8% hôtels, 6% parkings, 19% habitation 47% Marseille, 32% Lyon, 13% Bordeaux
BLEECKER	95 M€	- Patrimoine de 134 000 m² composé de 24 immeubles - Concentré en IdF 59% bureaux, 26% activités, 14% commerces
FONCIERE INEA	229 M€	- Patrimoine de 270 000 m² composé de 113 immeubles 78% bureaux, 19% activités 84% en Régions 16% IdF
IMMOBILIERE DASSAULT	295 M€	- Patrimoine de 19 000 m² composé de 5 actifs situés à - Paris QCA et 1 en 1ère couronne - Bureaux et commerce
BOIS SCIERIE MANCHE	93 M€	- Patrimoine de 172 000 m² de bureaux et commerces - Actifs de foncière (81% : 51% Paris, 14% IdF, 16% Province) / Développement (19%)
OFFICIIS PROPERTIES	18 M€	- Patrimoine de 306 M€ composé de bureaux situés dans les Hauts-de-Seine 12 M€ de loyers annualisés

Source: Données Bloomberg au 30 juin 2017, Information publique

Au titre de la Méthode des comparables boursiers, nous retenons un multiple d'ANR EPRA triple net compris entre 0,71x et 0,74x, soit une valeur par action comprise entre 61,2 € (86,2 € x 0,71) et 63,8 € (86,2 € x 0,74).

VIII.5. Méthode des transactions comparables

Nous avons identifié 2 sociétés foncières françaises ayant fait l'objet d'une offre publique depuis début 2015 et dont le patrimoine est constitué principalement d'immobilier d'entreprise : Cegereal et Foncière de Paris.

Les offres d'Eurosic et de Gecina sur Foncière de Paris, déposées au cours du premier semestre 2016, valorisaient la société à un niveau supérieur à son dernier ANR EPRA triple net (10% de prime pour l'offre Eurosic et environ 20% pour l'offre Gecina). Compte tenu de la taille de Foncière de Paris (environ 1,5 Md€ d'ANR EPRA triple net), nous ne retenons pas les conditions financières de ces offres au titre de la Méthode des comparables de transactions.

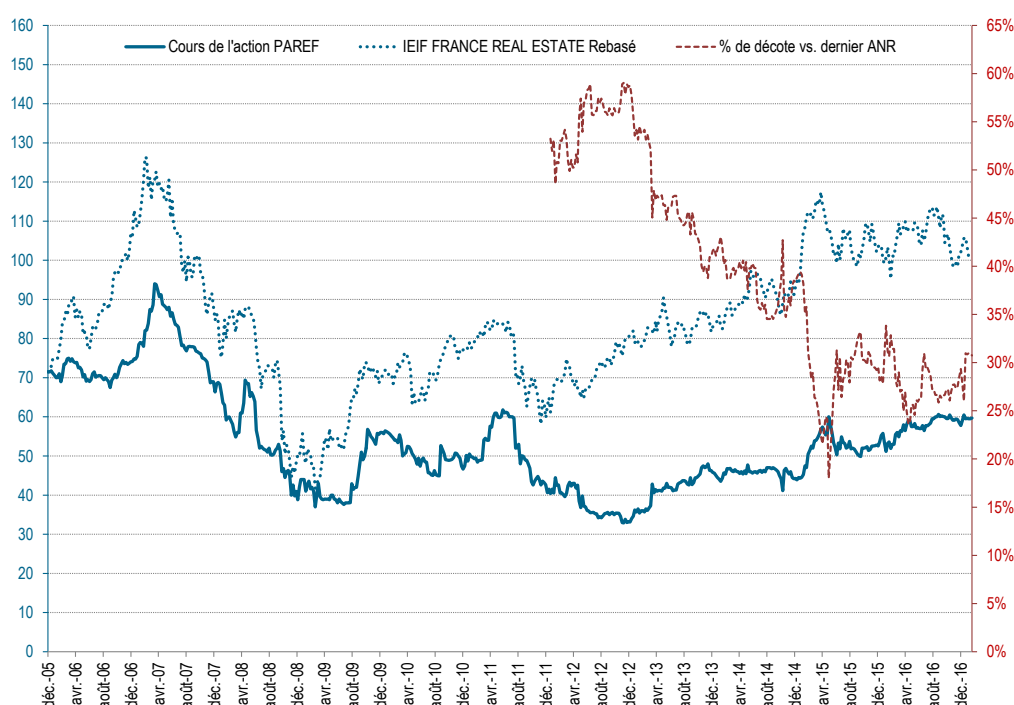
L'offre sur Cegereal, déposée en décembre 2015 par Northwood Investors, valorisait la société à un niveau très proche du dernier ANR EPRA triple net publié (35,65 € par action contre un ANR EPRA triple net de 35,8 €), soit une valeur d'environ 480 M€ pour l'intégralité du capital. A l'issue de cette offre, Northwood Investors détenait 98,4% du capital de Cegereal. Il a ensuite cédé une partie de ses titres pour permettre le maintien du statut SIIC de la société.

Nous retenons les conditions financières de cette offre au titre de la Méthode des transactions comparables, soit un multiple de 1x l'ANR EPRA triple net (86,2 € par action).

VIII.6. Références d'évaluation

Cours de bourse

Nous présentons ci-dessous le cours de l'action PAREF (en données hebdomadaires) depuis son introduction en bourse en décembre 2005 (au prix de 71,5 €) et jusqu'à la date du dernier cours de clôture précédant l'annonce de l'opération (soit le 3 février 2017) (Source : Thomson Reuters Datastream). Nous présentons également les niveaux de décote entre le cours de bourse et le dernier ANR EPRA triple net par action publié (à partir de fin 2011) ainsi que la valeur rebasée de l'indice IEIF France Real Estate.



Depuis son point bas historique proche de 33 € atteint fin novembre 2012, le cours de l'action PAREF a progressé d'environ 80% (contre une progression de l'indice IEIF France Real Estate d'environ 30% depuis cette date) pour atteindre près de 60 € (59,7 € au 3 février 2017). Sur cette période, la décote d'ANR a été divisée par 2x, passant de 60% environ à un niveau proche de 30% aujourd'hui.

Depuis près de 10 ans (octobre 2007), le cours de PAREF est resté inférieur au prix d'Offre de 75 € (dividende 2016 attaché).

Sur les six derniers mois (du 3 août 2016 au 3 février 2017), le cours a peu évolué : il s'est inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre 58,2 € et 61,0 €.

IX. Analyse des travaux d'évaluation des conseils financiers

Nous avons eu communication du projet de rapport d'évaluation établi par Transaction R, filiale indirecte de Rothschild Martin Maurel, banque présentatrice de l'Offre (la « **Banque présentatrice** » ou « **Rothschild** »).

De même que Valphi, la Banque présentatrice met en œuvre (i) une méthode fondée sur les références d'ANR, (ii) la méthode des multiples boursiers et (iii) la méthode des transactions comparables.

Références d'ANR

Parmi les références d'ANR, la Banque présentatrice privilégie la référence à l'ANR EPRA triple net, ce qui correspond à notre approche.

En revanche, elle n'introduit pas de facteur de prudence sur l'ANR publié et retient uniquement, au titre de cette méthode, le montant de l'ANR publié au 31 décembre 2016, soit 86,2 euros par action.

Multiplés boursiers

L'échantillon de sociétés comparables cotées retenu par Rothschild comprend 7 sociétés foncières françaises dont le patrimoine est constitué majoritairement de bureaux situés en France.

Cet échantillon est plus restreint que le nôtre qui compte 15 sociétés, dont les 7 retenues par Rothschild. En effet, nous avons adopté une approche moins sélective, notamment :

1. en retenant les sociétés qui détiennent principalement de l'immobilier d'entreprise, c'est-à-dire non seulement des bureaux mais également des locaux d'activité ou des entrepôts, et
2. en conservant les sociétés qui ne communiquent pas d'ANR EPRA triple net et en utilisant dans ces cas les ANR publiés dont les définitions nous ont semblé les plus proches de l'ANR triple net.

Au-delà de ces différences d'échantillons, Rothschild retient une approche similaire à la nôtre, en mettant en œuvre une analyse de régression entre la capitalisation boursière des sociétés et l'appréciation boursière de ces sociétés (exprimée en prime ou décote relativement aux ANR). En revanche, Rothschild applique les paramètres de régression à la capitalisation boursière de PAREF au 30 juin 2017 – qui reflète donc en partie le prix d'Offre – alors que nous retenons une capitalisation boursière avant annonce de l'opération.

En conclusion de cette approche, Rothschild retient un positionnement théorique de PAREF faisant ressortir une décote d'ANR de 29,2%, du même ordre que les niveaux de décote que nous retenons au titre de cette méthode (soit entre 26% et 29%), et cela malgré les différences dans la constitution de l'échantillon et l'application des paramètres de régression.

Transactions comparables

La Banque présentatrice considère, en plus de l'offre sur Cegereal que nous retenons (réalisée à un prix très proche de l'ANR EPRA triple net), trois offres publiques antérieures à 2015 :

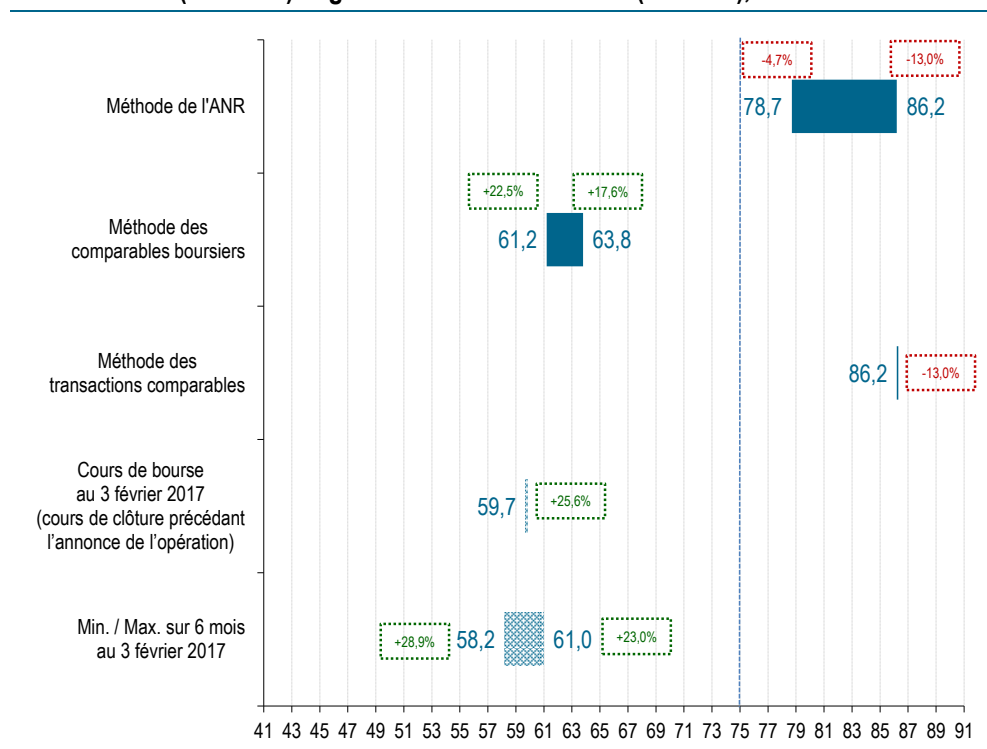
- d'une part, deux offres à des prix qui ressortent très proches des ANR EPRA triple net (offre de SMABTP sur Société de la Tour Eiffel en janvier 2014 et offre de Monroe sur Eurosic en juillet 2011)
- et d'autre part, l'offre de PHRV sur Foncière Paris France d'octobre 2011, réalisée, d'après les calculs de la Banque présentatrice, avec une décote sur ANR de 17,2%.

La Banque présentatrice conclut ainsi à une décote moyenne de 4,4% $(-17,2\%/4)$ au titre de la méthode des transactions comparables alors que nous concluons à l'absence de décote sur un échantillon réduit à une seule opération sur une période plus récente.

X. Conclusion

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation de PAREF est présentée ci-dessous. Les pourcentages indiquent les primes ou décotes induites par le prix d'Offre (73 euros) augmenté du dividende 2016 détaché (2 euros) – soit 75 euros – au regard des valeurs de PAREF obtenues à travers les différentes méthodes et références d'évaluation retenues.

Valeur de PAREF en euros par action et Primes/Décotes induites par le prix de l'Offre (73 euros) augmenté du dividende 2016 (2 euros), soit 75 euros



Source : Analyse Valphi

Le prix d'Offre (73 €) augmenté du dividende 2016 détaché (2 €) – soit 75 € – est proche de la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode de l'ANR qui comprend également la valeur retenue au titre des transactions comparables : l'écart par rapport à la borne basse (78,7 €) est inférieur à 5%.

Il est par ailleurs très supérieur à la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode des comparables boursiers (entre 61 € et 64 €, soit une prime comprise entre 18% et 23%).

Enfin, le prix d'Offre (73 €) augmenté du dividende 2016 détaché (2 €) – soit 75 € – est supérieur de plus de 25% au cours de bourse de PAREF au 3 février 2017, lequel n'avait pas connu de variation importante au cours des 6 mois précédant l'annonce de l'opération.

Dans ces conditions, à la date du présent Rapport, nous estimons que les conditions financières envisagées de l'Offre sont équitables pour les actionnaires de PAREF.

Paris, le 12 juillet 2017

Emmanuel Dayan
VALPHI

Annexes

Annexe A : Principales sources d'information

Les principaux documents que nous avons utilisés dans nos travaux sont rappelés ci-après.

Documents	Source
Comptes annuels et semestriels consolidés du groupe, documents de référence et présentations aux analystes	Information publique
Rapports des experts immobiliers au 31 décembre 2016	PAREF
Documentation juridique relative à l'acquisition du bloc de contrôle par Fosun Property Holdings, Documentation du processus mis en œuvre par CM-CIC	CM-CIC PAREF
Notes d'analystes PAREF et sociétés foncières cotées	Bloomberg / Thomson Reuters / PAREF
Comptes historiques et rapports annuels des sociétés comparables	Information publique
Projet de rapport d'évaluation des conseils financiers	Transaction R
[Lettres d'affirmation des cédants du Bloc et du Directoire]	Directoire / Représentants des cédants du Bloc
Plan d'affaires de l'activité de gestion transmis à l'AMF	PAREF
Etudes / Données de marché	Info. Publique / PAREF

Annexe B : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par Valphi au cours des 24 mois précédant sa désignation

Valphi est intervenue en novembre 2016 en qualité d'expert indépendant pour le compte d'Heurtey Petrochem dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par la société Axens.

Valphi est intervenue en avril 2015 en qualité d'expert indépendant pour le compte du groupe Hi-Media dans le cadre de la séparation des deux branches d'activité du groupe (Media et Paiement), en deux sociétés cotées.

Annexe C : Personnes intervenues sur la mission d'expertise indépendante conduite par Valphi

- Emmanuel Dayan – Associé – Ingénieur de l'Ecole Centrale de Paris, il dispose d'une expérience de plus de 15 ans en finance d'entreprise (Bankers Trust puis Deutsche Bank à Londres, Détroyat Associés à Paris)
- Florent Myara – Analyste financier senior – Diplômé de l'Ecole HEC, il a rejoint Valphi à sa création après 5 années passées chez Détroyat Associés et un début de carrière en audit et en transaction services chez Ernst & Young (EY) à Paris
- Serge Lejan – Analyste financier – Diplômé de Reims Management School, il dispose d'une expérience de 5 ans en finance d'entreprise (Valphi, Détroyat Associés, Leonardo & Co)

Annexe D : Montant de la rémunération perçue par Valphi

La rémunération perçue par Valphi est de 55 000 € hors taxes et hors frais de déplacement. Cette rémunération est indépendante des conclusions du présent Rapport.

Annexe 2 – Addendum au Rapport de l’Expert Indépendant



**PROJET D’OFFRE PUBLIQUE D’ACHAT SIMPLIFIÉE
VISANT LES ACTIONS PAREF
INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ
FOSUN PROPERTY EUROPE HOLDINGS (LUX) S.À R.L.**

ADDENDUM AU RAPPORT D’EXPERTISE INDÉPENDANTE DU 12 JUILLET 2017

Septembre 2017

SOMMAIRE

Préambule	48
I. Diligences effectuées par Valphi	48
II. Méthode de l'ANR – Mise à jour des résultats	49
III. Méthode des comparables boursiers – Mise à jour des résultats	50
IV. Méthode des transactions comparables – Mise à jour des résultats	51
V. Analyse des travaux d'évaluation des conseils financiers mis à jour	52
VI. Conclusion mise à jour	53

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ PAREF

ADDENDUM AU RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE DU 12 JUILLET 2017

Valphi SAS

(Articles 261-1 à 262-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers)

Préambule

Le 20 juillet 2017, PAREF (la « **Société** ») a annoncé la finalisation de l'acquisition, par Fosun Property auprès d'APICIL Assurances, GESCO, MO1 et la famille Lévy-Lambert, du Bloc de contrôle au capital de PAREF au prix de 73 euros par action (dividende 2016 détaché).

La finalisation de cette acquisition fait suite à la levée des trois principales conditions suspensives et notamment à l'établissement par Valphi d'un rapport d'expertise indépendante concluant, au 12 juillet 2017, à l'équité des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») portant sur le solde du capital de PAREF qui sera déposée par Fosun Property (l'« **Initiateur** »).

Nous rappelons que dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage à acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société non détenues par lui ou le groupe Lévy-Lambert après acquisition du Bloc - soit un total de 497 129 actions représentant 41,13% du capital - à un prix unitaire de 73 euros dividende 2016 détaché.

L'objet de cet addendum à notre rapport du 12 juillet 2017 (l'« **Addendum** ») est de présenter la mise à jour de nos travaux d'évaluation et de notre conclusion quant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

I. Diligences effectuées par Valphi

Dans le cadre de la mise à jour de nos travaux d'évaluation, nous avons notamment :

- analysé les comptes de la Société au 30 juin 2017 et revu les principales variations de juste valeur de son patrimoine immobilier, notamment à travers des échanges d'informations et des réunions de travail à Paris avec certains dirigeants et représentants de PAREF et PAREF Gestion ;
- mis à jour les résultats de la Méthode de l'ANR, à partir des ANR publiés par la Société au 30 juin 2017 et d'une revue des facteurs de risque relatifs aux valeurs de l'activité de gestion et des actifs Vivapierre et Gaïa ;
- mis à jour les résultats de la Méthode des comparables boursiers, en prenant en compte les données de marché (cours de bourse) au vendredi 8 septembre 2017 ainsi que les dernières données financières (ANR notamment) publiées par les sociétés de l'échantillon ;
- mis à jour les résultats de la Méthode des transactions comparables après analyse des projets d'offre publique annoncés depuis le 12 juillet 2017 ;
- revu la mise à jour du rapport d'évaluation établi par la banque présentatrice de l'Offre.

II. Méthode de l'ANR – Mise à jour des résultats

ANR au 30 juin 2017

Nous rappelons que dans le cadre de la mise en œuvre de la Méthode de l'ANR, nous privilégions la référence à l'ANR EPRA triple net, qui permet une lecture en valeur de marché de l'ensemble du bilan (actifs immobiliers et dette financière).

Au 30 juin 2017, l'ANR EPRA triple net de PAREF ressort à 106,4 M€ soit 88,9 euros par action.

Il est supérieur de 2,7 € par action à l'ANR EPRA triple net au 31 décembre 2016 (86,2 €). Cette progression de +3,1% (2,7 € / 86,2 €) s'explique principalement par :

- Le résultat d'exploitation enregistré sur le semestre (+3,6 M€ soit +3,0 € / action) ;
- Le versement du dividende 2016 (-2,4 M€ soit -2,0 € / action) ;
- Une plus-value de +1,0 M€ (+0,8 € / action) – par rapport à la valeur d'expertise de fin 2016 – réalisée sur la vente d'un immeuble situé à Vaux-le-Pénil ;
- La variation de la juste valeur des immeubles de +2,2 M€ (+1,8 € / action) qui provient principalement de l'immeuble de Pantin dont la valeur retenue au 30 juin 2017 reflète le prix de vente de 24,6 M€, net des frais, enregistré lors de la cession réalisée fin août 2017 ;
- Le résultat financier de -2,0 M€ (-1,7 € / action), qui intègre pour -1,1 M€ l'indemnité de remboursement anticipé du crédit-bail de l'immeuble de Pantin ;
- Une charge d'impôt sur les sociétés relative à l'activité de gestion et une quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence pour un total de -0,7 M€ soit -0,6 € / action ;
- Un ajustement à la hausse de +1,7 M€ (+1,5 € / action) lié à la mise à la juste valeur de la dette financière, provenant principalement du remboursement du crédit-bail de l'immeuble de Pantin.

Facteurs de risque sur les actifs

Les éléments d'incertitude attachés à la valeur des actifs de Vivapierre et de l'immeuble Gaïa à Nanterre, que nous avons mis en avant dans notre rapport du 12 juillet 2017, demeurent inchangés, malgré la signature d'un bail intervenue le 13 septembre 2017 portant sur une surface représentant environ 25% de la surface locative de l'immeuble Gaïa.

En l'absence d'éléments nouveaux susceptibles de modifier significativement la quantification du risque attaché à la contribution de ces actifs à l'ANR EPRA triple net de PAREF, nous gardons inchangé son chiffrage à -6 M€ (-5,0 € par action).

Facteurs de risque sur la valeur de l'activité de gestion

Au 30 juin 2017, la mise à la juste valeur du fonds de commerce de l'activité de gestion dans l'ANR EPRA triple net de la Société est restée inchangée à +13,0 M€ (+10,9 € / action).

Dans notre rapport du 12 juillet 2017, nous avons souligné que l'appréciation de la valeur de l'activité de gestion sur la base des performances opérationnelles récentes de PAREF Gestion ne permettait pas d'apprécier les risques de baisse future de chiffre d'affaires et de résultat attachés à la faible récurrence d'une part significative du chiffre d'affaires de l'activité (commissions de souscription enregistrées par Novapierre Allemagne notamment).

Nous comprenons que le niveau record de collecte sur les SCPI du marché (+56% entre le premier semestre 2016 et le premier semestre 2017 selon les statistiques de l'ASPIM-IEIF),

à l'origine de la forte croissance de la collecte enregistrée par PAREF Gestion (+35%), fait peser des risques sur l'investissement des fonds collectés par les sociétés de gestion et donc sur les rendements futurs de cette classe d'actif. Dans un communiqué de presse commun en date du 31 mars 2017, l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) ont souligné la forte croissance de ce segment de marché et rappelé leurs attentes vis-à-vis des distributeurs de produits financiers de cette nature.

Dans ce contexte, nous maintenons notre appréciation du risque introduit en sensibilité sur la borne basse de la valeur de l'activité gestion, soit -3 M€ (-2,5 € par action).

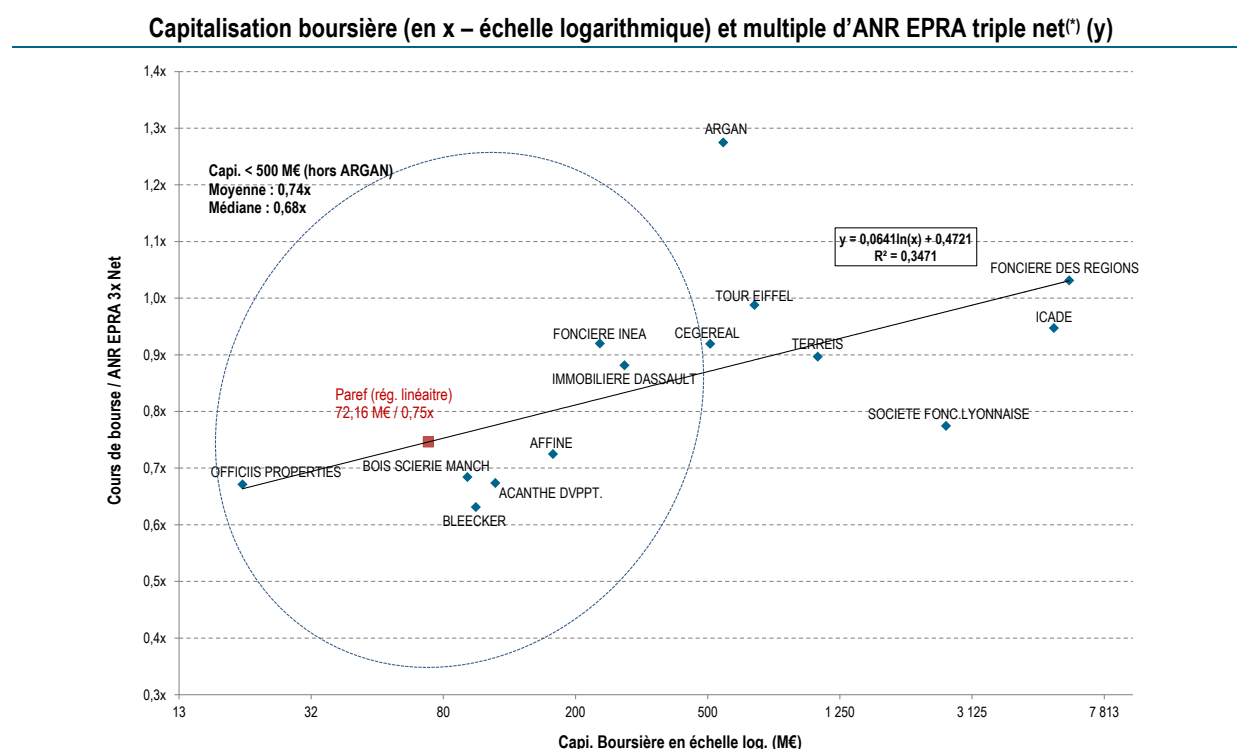
Nous retenons ainsi, au titre de la Méthode de l'ANR, une fourchette de valeurs comprises entre

- **81,4 € par action**, soit l'ANR EPRA triple net au 30 juin 2017 (88,9 €) diminué de l'impact des risques sur les actifs (5,0 €) et sur la société de gestion (2,5 €)
- **et 88,9 € par action**, soit l'ANR EPRA triple net au 30 juin 2017.

III. Méthode des comparables boursiers – Mise à jour des résultats

L'échantillon de sociétés comparables correspond à l'échantillon de 14 sociétés retenues dans notre rapport du 12 juillet 2017 duquel a été retirée la société ANF Immobilier, sur laquelle un projet d'offre publique d'achat simplifiée a été annoncé le 24 juillet 2017.

Nous présentons ci-dessous une mise à jour de l'analyse des multiples d'ANR (cours de bourse rapporté au dernier ANR EPRA triple net) observés sur les foncières retenues, en lien avec leur capitalisation boursière.



(*) Pour Acanthe, Blecker, Foncière Inea, Immobilière Dassault, Terreis et Officiis Properties : ANR dont la définition a été jugée la plus proche du triple net

Source : Données Thomson au 8 septembre 2017, Information publique

Le cours de bourse rapporté à l'ANR des sociétés foncières de l'échantillon est ainsi corrélé à leur capitalisation boursière : le coefficient de détermination (R^2) de la régression des

multiples d'ANR sur le logarithme de leur capitalisation boursière ressort à 35% (56% hors Argan).

L'appréciation boursière de PAREF avant l'annonce de l'opération (72,2 M€) correspond à un multiple de 0,70x appliqué à l'ANR EPRA triple net à fin décembre 2016 (103,0 M€). Ce multiple est proche de celui qui ressort aujourd'hui de l'application des paramètres de régression des multiples d'ANR sur la taille des foncières (0,75x).

En considérant la décote moyenne du sous-échantillon des 7 sociétés foncières dont la capitalisation boursière est inférieure à 500 M€ (hors Argan, qui présente un taux de vacance très faible - 1% - comparé à PAREF et aux autres foncières de cette taille), les multiples moyen et médian ressortent respectivement à 0,74x et 0,68x.

Au titre de la Méthode des comparables boursiers, nous retenons un multiple d'ANR EPRA triple net compris entre 0,68x et 0,74x, soit une valeur par action comprise entre 60,5 € (88,9 € x 0,68) et 65,8 € (88,9 € x 0,74).

IV. Méthode des transactions comparables – Mise à jour des résultats

Au 12 juillet 2017, nous avons retenu les conditions financières de l'offre sur Cegereal, déposée en décembre 2015 par Northwood Investors, au titre de la Méthode des transactions comparables, soit un multiple de 1x l'ANR EPRA triple net.

Le 24 juillet 2017, le jour de la publication de ses résultats semestriels, la société ANF Immobilier a annoncé deux projets indissociables :

- la cession à Primonial REIM d'un portefeuille d'actifs pour un montant de 400 M€ représentant une décote de 17,0% par rapport à la somme des valeurs d'expertise de ces actifs au 30 juin 2017 (et de 20,5% par rapport à cette valeur au 31 décembre 2016) ;
- l'acquisition – conditionnée à la signature d'une promesse synallagmatique de vente sur la cession du portefeuille – par Icade du bloc majoritaire d'ANF Immobilier détenu par Eurazeo au prix de 22,15 euros par action, suivie d'une offre publique d'achat simplifiée au même prix sur le restant des titres.

Le prix de 22,15 € présente une prime de 5,7% sur l'ANR EPRA triple net d'ANF immobilier au 30 juin 2017, qui reflète les conditions de cession du portefeuille d'actifs, c'est-à-dire l'alignement des valeurs retenues dans les comptes pour les actifs du périmètre de l'opération Primonial REIM sur la valeur de transaction. Ce prix présente une décote significative (15,2%) sur l'ANR EPRA triple net au 31 décembre 2016 (corrigé du dividende détaché en juin 2017), dernier ANR publié précédemment à l'annonce de ces deux projets.

Le projet d'offre, qui fera l'objet d'une expertise indépendante portant sur les conditions financières des deux opérations (cession du portefeuille et offre publique) n'a pas encore été déposé. Nous ne retenons donc pas les conditions financières de cette offre au titre de la Méthode des transactions comparables.

Le 30 août 2017, Gecina a déposé un projet d'offre publique alternative d'achat et d'échange simplifiée sur Eurosic. Ce projet d'offre valorise la société à un niveau supérieur de 5,4% pour la branche en numéraire et de 7,2% pour la branche en titres à l'ANR EPRA triple net de référence retenu par l'expert indépendant. Compte tenu de la taille d'Eurosic (environ 3,2 Md€ d'ANR EPRA triple net), nous ne retenons pas les conditions financières de ce projet d'offre au titre de la Méthode des transactions comparables.

V. Analyse des travaux d'évaluation des conseils financiers mis à jour

Nous avons eu communication du projet de rapport d'évaluation mis à jour, établi par Transaction R, filiale indirecte de Rothschild Martin Maurel, banque présentatrice de l'Offre (la « **Banque présentatrice** » ou « **Rothschild** »).

De même que Valphi, la Banque présentatrice met en œuvre (i) une méthode fondée sur les références d'ANR, (ii) la méthode des multiples boursiers et (iii) la méthode des transactions comparables.

Références d'ANR

Parmi les références d'ANR, la Banque présentatrice privilégie la référence à l'ANR EPRA triple net, ce qui correspond à notre approche.

En revanche, elle n'introduit pas de facteur de prudence sur l'ANR publié et retient uniquement, au titre de cette méthode, le montant de l'ANR publié au 30 juin 2017, soit 88,9 euros par action.

Multiples boursiers

L'échantillon de sociétés comparables cotées retenu par Rothschild comprend 7 sociétés foncières françaises dont le patrimoine est constitué majoritairement de bureaux situés en France.

Cet échantillon est plus restreint que le nôtre qui compte 14 sociétés, dont les 7 retenues par Rothschild. En effet, nous avons adopté une approche moins sélective, notamment :

1. en retenant les sociétés qui détiennent principalement de l'immobilier d'entreprise, c'est-à-dire non seulement des bureaux mais également des locaux d'activité ou des entrepôts, et
2. en conservant les sociétés qui ne communiquent pas d'ANR EPRA triple net et en utilisant dans ces cas les ANR publiés dont les définitions nous ont semblé les plus proches de l'ANR triple net.

Au-delà de ces différences d'échantillons, Rothschild retient une approche similaire à la nôtre, en mettant en œuvre une analyse de régression entre la capitalisation boursière des sociétés et l'appréciation boursière de ces sociétés (exprimée en prime ou décote relativement aux ANR). En revanche, Rothschild applique les paramètres de régression à la capitalisation boursière de PAREF au 30 juin 2017 – qui reflète donc en partie le prix d'Offre – alors que nous retenons une capitalisation boursière avant annonce de l'opération.

En conclusion de cette approche, Rothschild retient un positionnement théorique de PAREF faisant ressortir une décote d'ANR de 33,7%, du même ordre que les niveaux de décote que nous retenons au titre de cette méthode (soit entre 26% et 32%), et cela malgré les différences dans la constitution de l'échantillon et l'application des paramètres de régression.

Transactions comparables

La Banque présentatrice considère, en plus de l'offre sur Cegereal que nous retenons (réalisée à un prix très proche de l'ANR EPRA triple net), trois offres publiques antérieures à 2015 :

- d'une part, deux offres à des prix qui ressortent très proches des ANR EPRA triple net (offre de SMABTP sur Société de la Tour Eiffel en janvier 2014 et offre de Monroe sur Eurosic en juillet 2011)

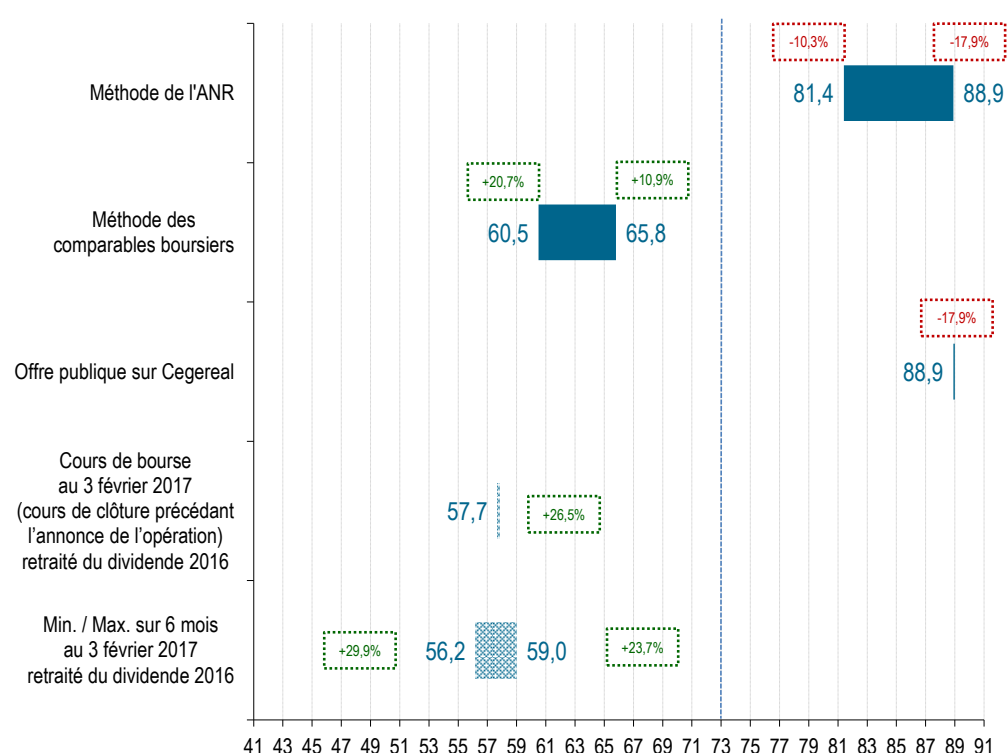
- et d'autre part, l'offre de PHRV sur Foncière Paris France d'octobre 2011, réalisée, d'après les calculs de la Banque présentatrice, avec une décote sur ANR de 17,2%.

La Banque présentatrice conclut ainsi à une décote moyenne de 4,4% $(-17,2\%/4)$ au titre de la méthode des transactions comparables alors que nous concluons à l'absence de décote sur un échantillon réduit à une seule opération sur une période plus récente.

VI. Conclusion mise à jour

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation mis à jour est présentée ci-dessous. Les pourcentages indiquent les primes ou décotes induites par le prix d'Offre (73 euros) au regard des valeurs de PAREF obtenues à travers les différentes méthodes et références d'évaluation retenues.

Valeur de PAREF en euros par action et Primes/Décotes induites par le prix de l'Offre (73 euros)



Source : Analyse Valphi

Le prix d'Offre (73 €) se situe entre la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode de l'ANR (entre 81 € et 89 €) – qui comprend également la valeur induite par les conditions financières de l'offre publique sur Cegereal – et la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode des comparables boursiers (entre 61 € et 66 €).

Il est par ailleurs supérieur de plus de 25% au cours de bourse de PAREF au 3 février 2017 (retraité du dividende 2016), lequel n'avait pas connu de variation importante au cours des 6 mois précédant l'annonce de l'opération.

A la date du présent Addendum, dans le contexte de l'Offre, dont il est rappelé ici qu'il permet à la fois :

- aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent, d'assurer la liquidité de leur investissement aux conditions retenues par les cédants du bloc de contrôle à l'issue de la consultation de marché organisée fin 2016,



et,

- aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent, de conserver leur participation au capital de la Société, Fosun Property ayant annoncé son intention de garder PAREF sous le régime SIIC,

nous estimons que les conditions financières envisagées de l'Offre sont équitables pour les actionnaires de PAREF.

Paris, le 14 septembre 2017

Emmanuel Dayan
VALPHI