

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

Visant les actions de la société



Initiée par



PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLI PAR CFI-COMPAGNIE FONCIERE INTERNATIONALE



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 9 mai 2018, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Avis important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet HAF Audit & Conseil, 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 CFI-Compagnie Foncière Internationale (<https://cfi-france.com>) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais auprès de :

CFI-Compagnie Foncière Internationale

28-32 avenue Victor Hugo
75016 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de CFI-Compagnie Foncière Internationale seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-après). Un communiqué sera publié conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	3
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	4
2.1	<i>Acquisition du Bloc</i>	4
2.2	<i>Déclarations de franchissement de seuils et déclaration d'intention</i>	4
2.3	<i>Répartition du capital des droits de vote de la Société avant l'Acquisition du Bloc.....</i>	4
2.3.1	<i>Répartition du capital et des droits de vote théoriques de CFI avant l'Acquisition du Bloc</i>	4
2.3.2	<i>Répartition du capital et des droits de vote théoriques de CFI à la suite de l'Acquisition du Bloc</i>	5
2.4	<i>Changement de gouvernance.....</i>	5
3.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	5
4.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	5
5.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	7
6.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	7
7.	ELEMENT SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	7
7.1	<i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....</i>	7
7.2	<i>Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce</i>	8
7.3	<i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci</i>	8
7.4	<i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel</i>	8
7.5	<i>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de votes.....</i>	8
7.6	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société.....</i>	8
7.7	<i>Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres</i>	8
7.8	<i>Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....</i>	8
7.9	<i>Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de la Société ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique</i>	8
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	31
10.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	31

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, Financière Apsys, société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est situé 28-32 Victor-Hugo, 75016 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 499 677 649 (**Financière Apsys** ou l'**Initiateur**), a déposé le 9 mai 2018 un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel l'Initiateur propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société CFI-Compagnie Foncière Internationale, société anonyme au capital de 512.534,40 euros dont le siège social est situé 28-32 Victor-Hugo, 75016 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 542 033 295 (**CFI** ou la **Société**), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (**Euronext Paris**) sous le code ISIN FR0000037475, d'acquérir, dans les conditions décrites dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF par l'Initiateur le 9 mai 2018 (le **Projet de Note d'Information**), la totalité des actions de la Société qui ne sont pas déjà détenues par l'Initiateur au prix de 0,83 euro par action (l'**Offre**).

L'Offre fait suite au franchissement par Financière Apsys, des seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital social et des droits de vote de la Société, résultant de l'acquisition par l'Initiateur, le 12 janvier 2018, de 761.206 actions et droits de vote de la Société (représentant 89,11% du capital et des droits de vote de la Société) par voie d'acquisition d'un bloc hors marché (l'**Acquisition du Bloc**) auprès de Yellow Grafton SC, société civile de droit Luxembourgeois dont le siège est situé 22, Grand Rue – L-1660 Luxembourg immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro E 0003767 (le **Cédant**).

A la date du projet de note en réponse, Financière Apsys détient 761.206 actions et droits de vote de la Société, représentant 89,11% du capital et des droits de vote de la Société.

En conséquence, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement par l'Initiateur à la date du dépôt du projet d'Offre, soit, à la connaissance de l'Initiateur 93.018 actions CFI représentant 10,89% du capital social et des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total d'actions existantes et de droits de vote théoriques de la Société s'élevant à 854.224 au 30 avril 2018, à un prix par action de 0,83 euro, identique à celui payé au Cédant pour l'Acquisition du Bloc.

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

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, agissant en qualité de banque présentatrice de l'Offre pour le compte de l'Initiateur (la **Banque Présentatrice**), a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 9 mai 2018. La Banque Présentatrice garantit le contenu et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

En application des dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société a désigné à l'unanimité, dans une décision adoptée le 20 mars 2018, le cabinet HAF Audit & Conseil, 85 rue Edouard Vaillant - 92300 Levallois-Perret, en qualité d'expert financier indépendant aux fins d'émettre un avis sur les conditions et modalités financières de l'Offre.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de CFI seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de

l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1 Acquisition du Bloc

Le 12 janvier 2018, à la suite de négociations engagées entre le Cédant et l'Initiateur, un contrat de d'acquisition pour le transfert de 761.206 actions de la Société a été conclu entre Financière Apsys et le Cédant.

Le contrat d'acquisition d'actions conclu entre Financière Apsys et le Cédant n'ayant été assorti d'aucune condition suspensive, l'Acquisition du Bloc a été réalisée le 12 janvier 2018. Financière Apsys détient ainsi, depuis le 12 janvier 2018, 761.206 actions et droits de vote de la Société, représentant 89,11% du capital et des droits de vote de la Société.

2.2 Déclarations de franchissement de seuils et déclaration d'intention

Conformément aux articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF et aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré, par lettres datées du 15 janvier 2018 à l'AMF et à CFI, qu'il avait, du fait de l'Acquisition du Bloc, franchi le 12 janvier 2018 tous les seuils légaux jusqu'à 2/3 du capital et des droits de vote de la Société, et a déclaré ses intentions concernant la Société.

Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 16 janvier 2018 sous le numéro 218C0122.

2.3 Répartition du capital des droits de vote de la Société

2.3.1 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de CFI avant l'Acquisition du Bloc

Avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc, le capital social de CFI s'élevait, à la connaissance de l'Initiateur, à 512.534,40 euros, divisé en 854.224 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,60 euro chacune.

Le tableau ci-dessous présente le capital et les droits de vote théoriques de la Société avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc le 12 janvier 2018 :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social	% des droits de vote
Yellow Grafton SC	761.206	89,11	89,11
Public (estimé)	92.467	10,89	10,89
Actions propres	551	NS	NS
Total	854.224	100	100

2.3.2 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de CFI à la suite de l'Acquisition du Bloc

Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du dépôt de l'Offre, à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social	% des droits de vote
Financière Apsys	761.206	89,11	89,11
Public (estimé)	92.467	10,89	10,89
Actions propres	551	NS	NS
Total	854.224	100	100

Préalablement à l'Acquisition du Bloc mentionnée ci-dessus, ni l'Initiateur, ni l'une des sociétés appartenant au groupe de l'Initiateur ne détenait, directement ou indirectement, des actions CFI.

2.4 Changement de gouvernance

Le 12 janvier 2018, date de réalisation de l'Acquisition du Bloc, le Conseil d'administration de la Société a coopté les administrateurs suivants :

- M. Maurice BANSAY, Président-Directeur général, en remplacement de M. Olivier Lavigne Delville démissionnaire ;
- M. Fabrice BANSAY en remplacement de M. Alain Benon démissionnaire ;
- Mme Delphine BENCHETRIT (administrateur indépendant) en remplacement de Mme Sophia Chihab-Eddine démissionnaire ;
- Mme Vanessa FRICANO en remplacement de Mme Alia ElGazzar démissionnaire ; et
- Financière Apsys représentée par Mme Claire VANDROMME, en remplacement de M. Emmanuel Rodocanachi démissionnaire.

L'assemblée générale des actionnaires de la Société qui se tiendra la 15 mai 2018¹ sera notamment appelée à ratifier les cooptations des cinq administrateurs précités.

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

La Société n'a pas connaissance d'un quelconque accord et n'est pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de CFI se sont réunis le 4 mai 2018, sous la présidence de M. Maurice Bansay, Président du Conseil d'administration de CFI, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société et ses actionnaires.

Les cinq membres du Conseil d'administration de CFI (M. Maurice Bansay, M. Fabrice Bansay, Mme Delphine Benchetrit, Mme Vanessa Fricano et Financière Apsys représentée par Mme Claire Vandromme) étaient présents ou représentés lors de cette séance.

¹ Cf. Avis de réunion publié au bulletin des annonces légales obligatoires le 9 avril 2018

Parmi lesdits membres du Conseil d'administration, seule Mme Delphine Benchetrit a la qualité d'administrateur indépendant de la Société (Messieurs Maurice Bansay et Fabrice Bansay étant mandataires sociaux de l'Initiateur, et Mme Vanessa Fricano étant liée par un contrat de travail à l'Initiateur).

Il a été rappelé aux membres du Conseil d'administration que l'Initiateur a proposé de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'acquérir la totalité de leurs actions CFI au prix unitaire de 0,83 euro.

Le Conseil d'administration a pris connaissance des éléments suivants :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'Initiateur et les éléments de l'appréciation de l'Offre établis par la Banque Présentatrice ;
- le rapport établi par le cabinet HAF Audit & Conseil, 85 rue Edouard Vaillant - 92300 Levallois-Perret, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant (**l'Expert Indépendant**), conformément aux articles 261-1 I et II du règlement général de l'AMF ;
- le projet de note d'information en réponse de la Société, conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'administration a, par la suite, constaté que :

- l'Initiateur est tenu de déposer l'Offre qui revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, et souhaite en toute hypothèse renforcer sa participation au capital de la Société, étant précisé que le succès de l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société qui est actuellement gérée en extinction, sauf dans le cas d'un éventuel rapprochement par voie de fusion entre CFI et l'Initiateur ;
- l'Offre ne sera pas suivie d'un retrait obligatoire ;
- l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre sur l'intégralité de leur participation.

Monsieur Olivier Grivillers du cabinet HAF Audit & Conseil, mandaté le 20 mars 2018 par le Conseil d'administration de CFI en qualité d'Expert Indépendant, a remis aux membres du Conseil d'administration les travaux de valorisation ainsi que la conclusion de ces travaux.

La conclusion du rapport de l'Expert Indépendant est la suivante :

« L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation mises en œuvre à titre principal, l'action CFI présentant une liquidité très limitée au regard des volumes échangés.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, offre facultative pour l'actionnaire minoritaire et proposant un prix de 0,83€ par action, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société CFI.»

Le Conseil d'Administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions de l'Initiateur, (iii) des éléments de valorisation indiqués dans le rapport de l'Expert Indépendant et dans le rapport de valorisation de BNP Paribas, et du fait que ce rapport conclut au caractère équitable des termes de l'Offre, a considéré à l'unanimité (après avoir recueilli l'avis favorable de l'administrateur indépendant) que l'Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société et de ses actionnaires et qu'elle constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires

souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale.

En conséquence, le Conseil d'administration a approuvé à l'unanimité le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté dans les termes du projet de note d'information établi par l'Initiateur et dans le projet de note en réponse, et décide en conséquence d'émettre un avis favorable à l'Offre et de recommander à l'unanimité aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Par ailleurs, le Conseil a décidé d'apporter à l'Offre les 551 actions auto-détenues par la Société.

5. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Les administrateurs de la Société à la date du présent projet de note en réponse indiquent qu'ils n'ont pas l'intention d'apporter à l'Offre les actions de la Société qu'ils détiennent ou qu'ils pourraient détenir.

6. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Le Conseil d'administration a décidé que la Société apportera à l'Offre les 551 actions auto-détenues par la Société.

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

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

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

Il est néanmoins rappelé que l'Assemblée générale des actionnaires de CFI a été convoquée pour le 15 mai 2018² à l'effet de statuer sur la transformation de CFI en société en commandite par actions.

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

Par ailleurs, outre l'obligation légale d'information figurant à l'article L. 233-7 du Code de commerce, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à posséder, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant un proportion du capital ou des droits de vote supérieure ou égale à 1%, ou tout multiple de ce pourcentage, est tenue d'informer la Société du nombre total et du pourcentage d'actions et de droits de vote dont elle est titulaire en lui précisant son identité ainsi que celles de personnes agissant de concert avec elle, par télécopie confirmée le même jour par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social de la Société, dans le délai de cinq jours de négociation à compter du franchissement de l'un de ces seuils. Cette obligation s'applique dans les mêmes conditions que celles prévues au paragraphe précédent chaque fois que la fraction du capital ou des droits de vote possédée par un actionnaire devient inférieure à l'un des seuils prévus au paragraphe précédent.

² Cf. Avis de réunion publié au bulletin des annonces légales obligatoires le 9 avril 2018

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

La Société n'a pas connaissance, en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce, d'actionnaires détenant plus de 1% de son capital ou de ses droits de vote à la date du présent projet de note en réponse, à l'exception de l'Initiateur qui détient 89,11% du capital et des droits de vote de la Société (voir Section 2.2 et 2.3 ci-avant).

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

Le capital de la Société est exclusivement composé d'actions ordinaires, toutes de même catégorie. La Société n'a émis aucune action de préférence au sens des articles L. 228-11 et suivants du Code de commerce.

En outre, conformément aux dispositions de l'article L.225-123 alinéa 3 du Code de commerce, l'Assemblée générale en date du 18 juin 2015 a confirmé (i) que chaque action donne droit à une voix au sein des assemblées générales d'actionnaires et (ii) qu'aucune action de la Société ne bénéficie ni ne peut se voir conférer de droit de vote double.

7.4 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel

Non applicable.

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

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

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

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

7.7 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

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

Le Conseil d'administration de la Société ne dispose à ce jour d'aucune délégation de compétence et/ou de pouvoirs qui lui aurait été consentie par l'assemblée générale des actionnaires de la Société, en ce compris en matière d'émission ou de rachat de titres.

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

Néant.

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

Néant.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet HAF Audit & Conseil a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Compagnie Foncière Internationale le 20 mars 2018 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS).

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE COMPAGNIE FONCIERE INTERNATIONALE INITIEE PAR LA SOCIETE FINANCIERE APSYS

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre ») visant les actions de la société Compagnie Foncière Internationale (ci-après « CFI » ou la « Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1-I 1° du règlement général de l'AMF, la société visée étant déjà contrôlée avant le lancement de l'opération par l'initiateur de l'Offre.

Le prix proposé aux actionnaires de la société CFI dans le cadre de l'Offre s'établit à 0,83€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société CFI, ses conseils et les conseils de l'initiateur, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

- 1. Présentation de l'opération*
- 2. Présentation de l'expert indépendant*
- 3. Eléments d'appréciation du prix proposé*
- 4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur*
- 5. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert*

1 PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

La société Financière Apsys (ci-après « l'Initiateur », « Financière Apsys » ou « Apsys ») est une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 28 avenue Victor Hugo, 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 499.677.649.

Foncière française de développement, Apsys conçoit, réalise et anime des lieux de commerce et de loisirs. Présent en France et en Pologne depuis 1996, Apsys gère un portefeuille de 31 centres

commerciaux (parmi lesquels Beaugrenelle à Paris, Manufaktura et Posnania en Pologne, et Muse à Metz) et pilote 4 projets en développement en France dont Bordeaux Saint-Jean, nouvelle opération urbaine à proximité immédiate de la Gare Saint-Jean.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

La société CFI est une société anonyme à Conseil d'Administration au capital de 512.534,40 euros dont le siège social est situé 28 avenue Victor Hugo, 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 523.033.295, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000037475.

1.1.2.1 Historique de la société CFI

Fondée en 1796 par Sébastien Bottin, la Société de l'Almanach du commerce, ancêtre des annuaires téléphonique, reprend le nom de son créateur. Son repreneur, la famille Didot, y accole son nom et l'introduit en bourse en 1881.

Au fil des décennies, le groupe Didot-Bottin abandonne les annuaires (années 1960) pour investir dans l'édition professionnelle avec les dictionnaires Vidal (1979) avant de se reconvertir en holding aux participations variées.

De 1987 jusqu'à 2006, le groupe Didot-Bottin a pour activité la détention et l'animation de participations aux activités variées, structurées en trois pôles : le pôle casinos, le pôle des distilleries et le pôle des fauteuils de salles de spectacles.

En 2007, la société fait l'objet d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée suite à la cession par ses actionnaires majoritaires (COFIP et SOPALIA) à Yellow Grafton SC, société de droit luxembourgeois. A cette date, la société ne détient plus aucun actif immobilier ni participation, qu'elle a cédé précédemment, et n'emploie plus aucun salarié.

En novembre 2008, la Société est renommée CFI.

En février 2009, CFI acquiert un portefeuille de douze actifs immobiliers UGC regroupés au sein de la société CFI-Image dont elle détient à l'époque 95% du capital (UGC détenant le solde). Cette même année, CFI opte pour le régime des Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées (SIIC).

L'année suivante, en juin 2010, CFI réalise l'acquisition de 55% du capital de la société SCI Bordeaux Image, dont le principal actif est le complexe cinématographique UGC Bordeaux, UGC détenant le solde du capital.

Le portefeuille immobilier de CFI était alors constitué fin 2013 de 13 actifs à usage de complexe cinématographiques situés en France, totalisant 82 milliers de mètres carrés, 150 écrans, environ 30.000 fauteuils pour environ 11 millions d'entrées en 2013. Il avait été alors valorisé par l'expert indépendant CBRE à 220,9m€.

En juin 2014, CFI cède sa participation de 95% dans CFI-Image à UGC. Elle procède à la suite de cette opération à la distribution exceptionnelle d'un dividende de 44,0m€.

En octobre 2014, CFI cède sa participation de 55% dans SCI Bordeaux Image à CFI-Image (désormais filiale d'UGC). A la suite de cette opération, la société verse à ses actionnaires le 4 décembre 2017 un dividende de 17,5m€.

Compte tenu de la cession de ses actifs, la société est sortie du régime SIIC avec effet rétroactif au 1^{er} août 2014.

En décembre 2014, CFI ayant cédé la totalité de ses actifs immobiliers cinématographiques au travers de la cession de ses participations dans ses filiales CFI-Image et la SCI Bordeaux Image, Yellow Grafton SC, a dû, en application de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF, mettre en œuvre une offre publique de retrait visant les actions de CFI.

1.1.2.2 Activité de la société CFI

Depuis la cession de ses participations dans ses deux filiales CFI-Image et la SCI Bordeaux Image en 2014, la Société n'a plus aucune activité opérationnelle et est gérée en extinction sur une base de coûts de fonctionnement fortement réduite.

Elle ne détient plus aucun actif autre que des actifs résiduels (créances, trésorerie résiduelle, etc...).

1.1.2.3 Compte de résultat

La Société clôture ses comptes annuels chaque année au 31 décembre. Le compte de résultat des trois derniers exercices se présente comme suit :

Compte de résultat CFI			
En k€	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Chiffre d'affaires	0	0	0
Autres achats et charges externes	-154	-45	-75
<i>en % des charges d'exploitation</i>	<i>57,0%</i>	<i>31,1%</i>	<i>46,9%</i>
Charges de personnel	-71	-53	-47
<i>en % des charges d'exploitation</i>	<i>26,3%</i>	<i>36,8%</i>	<i>29,3%</i>
Impôts et taxes	-9	-10	-6
<i>en % des charges d'exploitation</i>	<i>3,3%</i>	<i>7,1%</i>	<i>3,5%</i>
Autres charges d'exploitation	-36	-36	-32
<i>en % des charges d'exploitation</i>	<i>13,3%</i>	<i>25,0%</i>	<i>20,2%</i>
Dotations aux amortissements et provisions	0	0	0
<i>en % des charges d'exploitation</i>	<i>0,0%</i>	<i>na</i>	<i>0,2%</i>
Résultat d'exploitation (EBIT)	-270	-144	-160
Résultat Financier	2	1	1
Résultat Exceptionnel	0	0	-1
Impôts sur les bénéfices	10	0	0
Résultat net	-258	-143	-160

Source : Rapports financiers annuels

Chiffre d'affaires

La Société n'ayant pas d'activité opérationnelle, elle ne génère pas de chiffre d'affaires.

Résultat d'exploitation (EBIT³)

Depuis la cession de son dernier actif en octobre 2014, CFI n'exerce plus d'activité locative. Elle poursuit depuis cette date sa gestion en extinction sur une base de coûts de fonctionnement réduits.

Le résultat d'exploitation se compose principalement d'honoraires (notamment juridique et comptable) et de coûts de cotation ainsi que de la rémunération des mandataires sociaux et de jetons de présence.

La perte d'exploitation qui s'établissait à 270k€ en 2015 s'élève à 159k€ en 2017, cette diminution de la perte d'exploitation s'expliquant notamment par la réduction de la rémunération du mandataire social entre 2015 et 2016.

³ EBIT : Earnings Before Interest and Taxes

Résultat net

CFI dégage une perte nette en 2017 de 160k€ contre 258k€ en 2015.

Son évolution depuis 2015 découle de celle du résultat d'exploitation, le résultat financier comprenant principalement les produits financiers nets sur cessions de valeurs mobilières de placement.

CFI, qui génère des pertes fiscales, ne constate pas de charge d'impôt et dispose d'un report déficitaire de 476k€ au 31 décembre 2017.

1.1.2.4 Bilan

Le bilan de CFI à la clôture des trois derniers exercices (31 décembre 2017, 31 décembre 2016 et 31 décembre 2015) se présente comme suit :

Bilan Comptable CFI (en k€)							
Actif	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	Passif	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Autres immobilisations financières	0	6	6	Capital social	513	513	513
Actif immobilisé	0	6	6	Prime d'émission, fusion, d'apport	6	6	6
				Réserve légale	51	51	51
				Report à nouveau	-110	33	291
				Résultat	-160	-143	-258
				Capitaux propres	300	460	603
Autres créances	0	0	14				
Valeurs mobilières de placement	250	519	844	Dettes fournisseurs	46	27	27
Disponibilités	147	26	14	Dettes fiscales et sociales	25	29	192
Charges constatées d'avances	6	1	1	Autres dettes	32	37	57
Actif circulant	403	546	873	Dettes	103	93	276
ACTIF	403	552	879	PASSIF	403	552	879

Source : Rapports financier annuels

L'actif de CFI s'élève à 403k€ au 31 décembre 2017 contre 879k€ au 31 décembre 2015. Il est composé principalement de valeurs mobilières de placement (250k€) et de disponibilités (147k€).

Les capitaux propres de la Société s'établissent à 300k€ au 31 décembre 2017 contre 603k€ au 31 décembre 2015. Leur évolution sur la période découle des pertes réalisées au titre des exercices 2015 et 2016 qui ont été affectées en report à nouveau.

Les dettes de CFI au 31 décembre 2017 s'élèvent à 103k€ et sont constituées de charges d'honoraires à payer, de dettes fiscales et sociales et de dettes liés aux jetons de présence.

En dépit des pertes réalisés au cours des trois derniers exercices, la situation financière de la Société reste saine, la Société n'étant pas endettée financièrement et disposant d'une trésorerie suffisante pour supporter ses coûts de fonctionnement.

1.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

Financière Apsys⁴ a acquis, le 12 janvier 2018, 89,11% du capital et des droits de vote de CFI pour un prix total de 630.486 euros (soit environ 0,83 euro par action) auprès de Yellow Grafton SC⁵, qui lui a cédé l'intégralité de sa participation au capital de CFI (soit 761.206 actions), cette acquisition ayant été financée par Financière Apsys en fonds propres.

⁴ Financière Apsys SAS est contrôlée à hauteur de 99,25% par la famille Bansay

⁵ Yellow Grafton SC est une filiale détenue à 99,99% par la société PWREF I Holding S.à.r.l., société de droit luxembourgeois

Conformément aux articles 234-2 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») et après avoir franchi les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital social et des droits de vote de CFI, Financière Apsys a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée au prix de 0,83 euro par action, visant la totalité des actions composant le capital de CFI qu'elle ne détient pas à ce jour.

La répartition du capital et des droits de vote de la société CFI à la date du dépôt de l'Offre et à la date du présent rapport est la suivante :

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital social	% des droits de vote
Financière Apsys	761 206	89,11%	89,11%
Actions propres	551	0,06%	0,06%
Flottant	92 467	10,82%	10,82%
Total	854 224	100,0%	100,0%

Source : Projet de note d'information et rapport financier annuel 2017 en date du 23 avril 2018

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire visant les actions de CFI à l'issue de l'Offre prévue aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, ni de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la Société.

Apsys, envisage de procéder, à terme, à un rapprochement par voie de fusion-absorption entre CFI et Financière Apsys, avec pour objectif la cotation de Financière Apsys afin d'accélérer son plan de développement.

L'Initiateur a souhaité acquérir le contrôle d'une société « coquille » sans activité, cotée sur Euronext Paris, telle que CFI, afin d'en faire un véhicule de détention et de développement d'actifs immobiliers commerciaux.

Dans le cadre de ce rapprochement, l'Assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires de CFI qui se tiendra le 15 mai 2018 est notamment appelée à décider la transformation de CFI en société en commandite par actions. En cas de vote favorable de l'Assemblée générale extraordinaire à la transformation de la Société en société en commandite par actions, l'Offre permettra aux actionnaires minoritaires de la Société de disposer de l'opportunité de céder leurs actions dans le cadre de l'Offre compte tenu de ladite transformation de CFI.

Financière Apsys n'envisage pas de développer une quelconque activité opérationnelle au sein de CFI, laquelle n'exerce actuellement aucune activité et n'a ni personnel, ni dette, ni d'autre actif à son bilan qu'un reliquat de trésorerie, sauf dans le cadre d'un éventuel rapprochement par voie de fusion entre Financière Apsys et CFI.

Dans le cadre d'un tel rapprochement entre Financière Apsys et CFI, l'activité de CFI serait réorientée vers la détention et le développement, direct ou indirect, d'actifs immobiliers commerciaux.

L'Initiateur n'a pas l'intention de faire opter la Société pour le régime SIIC au cours des douze prochains mois.

1.2.2 Termes de l'Offre

Conformément aux articles 234-2 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur. Elle est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

A la date du présent rapport, l'Initiateur détient 761.206 actions CFI, représentant 89,11% du capital et des droits de vote de la Société. Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions CFI que l'Initiateur ne détient pas à la date du dépôt du projet d'Offre, soit 93.018 actions CFI, représentant 10,89% du capital et des droits de vote de CFI.

L'Offre est proposée en numéraire, à un prix par action CFI de 0,83€.

2 PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Présentation du cabinet HAF Audit & Conseil, membre du réseau Crowe Horwath International

2.1.1 Présentation générale

Le réseau Crowe Horwath International est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 8^{ème} rang avec 35.300 associés et collaborateurs dans plus de 130 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe Horwath France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Horwath International.

Fort de 120 associés et plus de 1.000 collaborateurs, Crowe Horwath France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

HAF Audit & Conseil a été à l'initiative de la fondation de Crowe Horwath France en 2007. Au sein de Crowe Horwath France, HAF Audit & Conseil intervient essentiellement sur des missions d'audit et d'évaluation.

2.1.2 Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et d'évaluation.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertise indépendante et dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » d'HAF Audit & Conseil.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2015.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé d'HAF Audit & Conseil, expert-comptable et commissaire aux comptes et diplômé de l'ESCP.

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par Maxime Hazim et Yohan Bonnet, collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet HAF Audit & Conseil.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé du cabinet HAF Audit & Conseil.

2.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois

Sept missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet HAF Audit & Conseil a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat portant sur les actions de la société IGE+XAO initiée par la société Schneider Electric Industries (Novembre 2017, Etablissement présentateur : BNP Paribas) ;*
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de la société Thermocompact initiée par la société Thermo Technologies (Octobre 2017, Etablissement présentateur : Kepler Cheuvreux) ;*
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur les actions de la société CCA International initiée par la société Finapertel (Juin 2017, Etablissement présentateur : Alantra) ;*
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de la société IsCool Entertainment initiée par ICE Participation, filiale du groupe Hachette Livre (Juin 2017, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;*
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions de la société Phenix Systems initiée par 3D Systems Europe Ltd (Novembre 2016, Etablissement présentateur : Alantra) ;*
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Les Nouveaux Constructeurs initiée par Premier Investissement (Octobre 2016, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;*
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société Piscines Groupe GA initiée par la société GA Finances (Juillet 2016, Etablissement présentateur : Swiss Life Banque Privée).*

2.3 Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 Juillet 2006.

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;*
- n'ont conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;*
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société CFI au cours des dix-huit derniers mois ;*
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;*
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.*

2.4 Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet HAF Audit & Conseil est membre de l'Association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers est par ailleurs vice-président de cette association.

2.5 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par HAF Audit & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 20.000€, hors taxes et hors frais.

2.6 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise

2.6.1 Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale.

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte :

- analyse de l'environnement ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques :

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitement des comptes du bilan et de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir :

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital (méthode retenue à titre principal)

Méthode de l'actif net réévalué (méthode retenue à titre principal)

- analyse de la valeur de l'actif net comptable au 31 décembre 2017 ;
- revalorisation des éléments d'actifs et de passifs à leur juste valeur.

Méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre indicatif)

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre indicatif)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode de l'actif net comptable (méthode écartée)

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode écartée)

Méthode des comparables boursiers (méthode écartée)

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée)

Méthode des dividendes (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour CFI ;

- Appréciation du prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur

VI Rédaction du rapport d'évaluation

VII Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation

VIII Revue indépendante

IX Présentation des conclusions au Conseil d'Administration de CFI

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration de CFI a désigné HAF Audit & Conseil en qualité d'expert indépendant le 20 mars 2018.

Notre mission s'est déroulée du 20 mars au 3 mai 2018. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 20 au 29 mars 2018 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Préparation de l'évaluation. Echanges avec le management de CFI.
- du 30 mars au 16 avril 2018 : Analyse de la convention d'acquisition d'actions, analyse des données historiques et prévisionnelles, analyse de la liquidité et du cours de bourse, travaux de valorisation.

Réunions avec le management de CFI et l'établissement présentateur.

- du 16 avril au 3 mai 2018 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil d'Administration.

2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

CFI (Société objet de l'Offre)

- Mme. Vanessa Fricano, Administrateur

BNP Paribas (Etablissement présentateur)

- M. Olivier Fabas, Director – Advisory for Listed Companies
- M. Olivier Rinaudo, Director – Advisory for Listed Companies
- Mme. Sonia Briotet, Associate – Corporate Clients Financing and Advisory
- M. Mathieu Bourreille, Analyst

De Pardieu Brocas Maffei (Avocats de CFI)

- Mme. Delphine Vidalenc, Avocat à la Cour - Associée

2.6.4 Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- les informations publiques sur la société CFI, notamment sur son site internet ;
- les rapports financiers annuels au 31 décembre 2017, 31 décembre 2016 et 31 décembre 2015 qui incluent les comptes annuels certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes (et les rapports de gestion au titre de ces exercices) ;
- les comptes semestriels au 30 juin 2017 pour lesquels les commissaires aux comptes n'ont pas relevés d'anomalies significatives dans le cadre de leur examen limité (ainsi que le rapport semestriel d'activité) ;
- la valeur de marché des SICAV monétaire détenues par CFI à la date la plus récente ;
- les projets de résolution soumis à l'assemblée générale du 20 juin 2016 (relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2016) ;
- le compte rendu de l'assemblée générale mixte du 18 juin 2015 ;
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la société ;
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre ;
- le projet de note en réponse relatif à la présente Offre ;
- les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur (BNP Paribas) ;
- la convention d'acquisition d'actions conclue entre Financière Apsys et Yellow Grafton SC en date du 12 janvier 2018 ;
- le détail de l'actionnariat de CFI.

3 ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX PROPOSE

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Référentiel comptable

La Société, qui ne publie pas de comptes consolidés, applique les normes comptables françaises (ANC n°2016-07 du 4 novembre 2016⁶) pour l'établissement de ses comptes annuels qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2017.

⁶ modifiant le règlement ANC n°2014-03 relatif au plan comptable général

3.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

Au 15 janvier 2018 (date d'annonce de l'Offre) et à la date du présent rapport, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 854.224 actions.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de CFI correspond au nombre d'actions en circulation à la date du présent rapport, soit le nombre total d'actions composant le capital (854.224 actions) diminué des actions propres (551 actions).

	Nb d'actions
Nombre total d'actions au capital	854 224
- Actions propres	-551
Nombre d'actions en circulation	853 673

Source : Projet de note d'information

La Société n'a par ailleurs pas émis d'instruments ayant un caractère dilutif sur la valeur par action de CFI.

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu s'élève à 853.673 actions.

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.2.1 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la Société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Depuis la distribution exceptionnelle de dividendes en 2014 suite aux cessions de ses participations dans CFI-Image et SCI Bordeaux Image, la société, qui n'a plus d'activité opérationnelle et était gérée en extinction, n'a pas procédé à de nouvelles distributions de dividendes.

Par ailleurs, elle ne bénéficie plus du régime des Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées (SIIC) depuis le 1^{er} août 2014 et n'est donc plus soumise à l'obligation de distribuer 95% des bénéfices provenant des opérations de location d'immeubles, 60% des plus-values fiscales provenant de la cession d'immeubles et 100% des dividendes reçus de la part de filiales SIIC.

La Société n'a pas formellement arrêté une politique de distribution de dividendes.

La distribution de dividendes étant incertaine et pouvant évoluer dans le futur, nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

3.2.2 Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours de analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers de cours cibles prévisionnels, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur CFI ne faisant pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers.

3.2.3 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société repose sur la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles.

La société n'ayant pas d'activité opérationnelle et de nouveaux investissements n'étant pas prévus à ce jour, elle ne construit pas de plan d'affaires permettant l'actualisation de flux futurs de trésorerie.

Cette méthode, qui n'est pas pertinente dans le cas d'espèce, a donc été écartée.

3.2.4 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société CFI les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

La société n'ayant pas d'activité opérationnelle et de nouveaux investissements n'étant pas prévus à ce jour, le management de CFI n'a pas déterminé d'agrégats prévisionnels.

Par ailleurs, la Société étant une holding sans activité et ne détenant plus aucun actifs immobiliers ou participations, un échantillon de sociétés cotées comparables ne peut être déterminé.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.5 Méthode de l'Actif Net Comptable (ANC)

Cette méthode reflète la valeur historique des actifs et passifs de la Société.

CFI n'ayant plus d'activité opérationnelle, son actif net comptable se compose uniquement d'actifs et passifs résiduels. Toutefois, nous avons identifié des actifs pouvant faire l'objet d'une revalorisation à leur valeur de marché : les valeurs mobilières de placement.

Par conséquent, nous avons décidé de ne pas retenir cette méthode.

Elle est par ailleurs redondante dans le cas présent avec l'Actif Net Réévalué retenue à titre principal dans la mesure où seules les valeurs mobilières de placement font l'objet d'une réévaluation, cette revalorisation étant non significative.

A titre indicatif, l'Actif Net Comptable au 31 décembre 2017 s'élève à 300k€⁷, soit une valeur de 0,35€ par action. Le prix d'Offre proposé offre une prime de 136,7% sur cette valeur.

3.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- référence à la transaction récente sur le capital,*
- méthode de l'actif net réévalué.*

3.3.1 Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes portant sur le capital de CFI.

⁷ 299k€ une fois retraité des 331 euros d'actions propres au 31 décembre 2017

Le 12 janvier 2018, Financière Apsys a acquis hors marché auprès de Yellow Grafton SC l'intégralité de sa participation au capital de CFI, soit 761.206 actions, représentant 89,11% du capital et droits de vote de la Société, pour un prix total de 630.486 euros (soit 0,828 euro par action).

Cette transaction constitue une référence significative car elle porte sur 89,11% du capital et droits de vote de CFI et s'entend donc comme une transaction majoritaire.

La transaction décrite ci-dessus a été réalisée à un prix unitaire de 0,828 euro par action, soit une valeur quasi-égale au prix d'Offre (0,83 euro par action).

Par ailleurs, l'analyse de la convention d'acquisition d'actions n'inclut pas d'accords connexes à l'Offre et ne fait pas apparaître d'éléments qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

3.3.2 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

3.3.2.1 Définition de la méthode

La méthode de l'actif net réévalué est principalement utilisée dans le cadre de valorisations de « coquilles » sans activité, de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Nous avons retenu la méthode de l'actif net réévalué pour valoriser CFI qui n'a plus d'activité opérationnelle et dont l'actif net comptable se compose uniquement d'actifs et passifs résiduels (société « coquille »).

Cette méthode part du principe que la valeur patrimoniale se calcule à partir du prix que l'entreprise pourrait tirer de la vente de ses actifs. L'ANR est obtenu en substituant les valeurs réelles aux valeurs comptables afin de passer d'une valeur historique à une valeur plus économique de l'entreprise.

Il convient de réévaluer les différents postes du bilan et de recalculer ainsi les fonds propres modifiés des titres de la société à évaluer. Les actifs identifiables et revalorisables sont, dans le cas présent, les valeurs mobilières de placement.

Pour mettre en œuvre cette méthode, nous nous sommes référés à la valeur vénale des valeurs mobilières de placement qui nous a été communiquée, ce qui a permis de revaloriser les valeurs mobilières de placement et déterminer ainsi un ANR de CFI, ses capitaux propres étant de facto revalorisés.

3.3.2.2 Valeur vénale des valeurs mobilières de placement

Les valeurs mobilières de placement correspondent essentiellement à des SICAV⁸ monétaires détenues chez Crédit Agricole CIB.

Au 31 décembre 2017, la valeur de marché des valeurs mobilières de placement est légèrement supérieure à leur valeur comptable (250k€) et s'élève à 251k€.

3.3.2.3 Valeur de l'ANR de CFI

L'ANR de la société CFI est présenté dans le tableau suivant :

⁸ Société d'Investissement à Capital Variable

Valeur de l'Actif Net Réévalué - en K€	
Capitaux propres de CFI au 31 décembre 2017	300
- Valeur nette comptable des valeurs mobilières de placement	-250
+ Valeur de marché des valeurs mobilières de placement	251
- Valeur de marché des actions propres	-1
ANR CFI	300
Nombre d'actions en circulation	853 673
Valeur unitaire de l'action CFI (€/action)	0,35 €

Après réévaluation des valeurs mobilières de placement à 251k€, contre une valeur comptable de 250k€, la valeur globale des titres CFI ressort, selon notre valorisation par la méthode de l'actif net réévalué à 300k€.

Compte tenu d'un nombre d'actions en circulation de 853.673, la valeur unitaire de l'action ressort à 0,35€. Le prix d'Offre offre une prime de 136,0% sur cette valeur.

Par ailleurs, la société bénéficie à fin décembre 2017 d'un stock de déficits reportables de 476k€. Si ces derniers venaient à être utilisés, la valeur de l'ANR de CFI inclurait la valeur du produit d'impôt (159k€⁹) résultant de l'imputation des reports déficitaires. L'ANR de CFI s'élèverait ainsi à 459k€.

Compte tenu d'un nombre d'actions en circulation de 853.673, la valeur unitaire de l'action ressortirait à 0,54€. Le prix d'Offre offrirait une prime de 54,4% sur cette valeur.

Ce dernier schéma semble peu réaliste au regard des règles fiscales.

A titre purement informatif, Yellow Grafton SC a acquis, en décembre 2014, dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait déposée auprès de l'AMF 252.222 actions CFI, représentant 29,53% du capital, au prix de 1,06 euros par action. A la clôture cette offre, Yellow Grafton SC détenait 761.206 actions, soit 89,11% du capital et des droits de vote de la Société.

L'actif net réévalué de CFI au 4 décembre 2014, date de versement du dernier dividende exceptionnel suite à la cession du dernier actif principal détenu par CFI, s'élevait à 896.392 euros, soit 1,05 euros par action.

L'actif net comptable de CFI au 31 décembre 2014 s'élevait à 861.245 euros, soit 1,01 euros par action.

Le prix de l'offre publique de retrait de décembre 2014 offrait des primes respectives de 1% sur l'actif net réévalué au 4 décembre 2014 et 5% sur l'actif net comptable au 31 décembre 2014.

3.4 Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes à titre indicatif :

- méthode des transactions comparables,*
- référence au cours de bourse,*

3.4.1 Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de CFI la moyenne des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

⁹ 476k€ x 33,33% (taux retenu pour 2018)

3.4.1.1 Choix des transactions

La Société est une « coquille » qui n'a pas d'activité opérationnelle depuis 2014.

Dans notre approche, nous avons identifié des transactions intervenues depuis 2011 sur des sociétés dites « coquilles » sans activité opérationnelle.

Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car elles présentent certaines caractéristiques comparables à la présente Offre.

Nous avons toutefois décidé, au regard du nombre limité de transactions, du fait que les sociétés cibles ne représentent pas un secteur d'activité défini, et du contexte propre à chaque transaction, de ne retenir cette méthode qu'à titre indicatif.

3.4.1.2 Analyse des transactions

Notre analyse nous a conduits à retenir un échantillon composé des 8 opérations suivantes :

Cible	Initiateur	Date	ANR/action (en euros)	ANC/action (en euros)	Prix de l'offre (en euros par action)
Compagnie Marocaine	R.L.C	déc-15	9,29	9,80	18,30
Emme SA	SFPI	juil.-15	2,84	2,84	3,20
Cottin Frères	Cottin Frères*	mars-14	3,28	3,85	4,07
Medea	Artea	nov.-13	0,001	0,001	0,89
Fondere 7	Ingefin	avril-12	0,63	0,63	1,51
MB Retail Europe	Eurasia Group	janvier-12	-0,004	-0,004	0,01
FIPP	Acanthe	juillet-11	1,32	1,32	13,72
SFCM	SFR	mars-11	4,78	4,42	6,50

**Offre Publique de Rachat d'Actions*

Les transactions analysées dans notre échantillon sont présentées ci-après :

- L'offre publique d'achat de la société R.L.C, en décembre 2015, visant les titres de la société Compagnie Marocaine, au prix de 18,30€ par action. Compagnie Marocaine, dont l'activité résiduelle consiste uniquement en la gestion de son portefeuille de valeurs mobilières. Au 30 juin 2015, la société dispose d'un ANR et d'un ANC respectivement de 2.082k€ et 2.195k€, principalement composés de valeurs mobilières de placement ;
- Société Financière de Participation Industrielle a déposé, en juillet 2015, une offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Emme SA au prix de 3,20€ par action. Emme n'exerce plus d'activité suite à la cession de ses actifs opérationnels à Avanquest en mars 2015. Au 31 mars 2015, la société dispose d'un ANR et d'un ANC de 7.147k€, principalement composé d'écarts d'acquisition et de trésorerie ;
- L'offre publique de rachat d'actions de la société Cottin-Frères, en mars 2014, visant ses propres actions, au prix de 4,07€ par action. La société Cottin Frères a cédé la totalité de son fonds de commerce et de ses actifs d'exploitation en 2013. Au 30 septembre 2013, la société dispose d'un ANR de 7.347k€ et d'un ANC de 8.583k€, principalement composé d'autres créances (notamment sur cession des activités opérationnelles) ;
- L'offre publique d'achat de la société Artea, en novembre 2013, visant les titres de Medea, société qui n'emploie aucun salarié et ne développe aucune activité opérationnelle, au prix de 0,89€ par action. Au 15 octobre 2013, la société dispose d'un ANR et d'un ANC de 367€, uniquement composé de trésorerie ;

- Ingefin a déposé, en avril 2012, une offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Foncière 7 Investissement au prix de 1,51€ par action. Foncière 7 Investissement est une société sans activité opérationnelle dont la seule activité consiste en la gestion de sa trésorerie. Au 31 janvier 2012, la société dispose d'un ANR et d'un ANC de 1.012k€, principalement composé de trésorerie ;
- L'offre publique d'achat de la société Eurasia Group, en janvier 2012, visant les titres de MB Retail Europe, holding d'un fonds immobilier spécialisé dans le développement de projets en Europe, au prix de 0,01€ par action. Au 30 juin 2011, la société dispose d'un ANR et d'un ANC négatif de -295k€, principalement composé de dette diverses ;
- Acanthe Développement a déposé, en juillet 2011, une offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société FIPP au prix de 13,72€ par action. Au 23 mai 2011, la société dispose d'un ANR et d'un ANC de 144k€, principalement composé de valeurs mobilières de placement ;
- L'offre publique suivie d'un retrait obligatoire initiée par la société SFR, en mars 2011, visant les titres de la Société Financière de Communication et du Multimédia, au prix de 6,50€ par action. SFCM a cédé ses activités à la fin de l'exercice 2008. Au 31 décembre 2010, la société dispose d'un ANR de 50.000k€ et d'un ANC de 46.195k€, principalement composé d'un prêt.

L'échantillon retenu se compose en conséquence de ces 8 transactions dont les multiples sont extériorisés ci-après.

3.4.1.3 Multiples obtenus

Nous avons retenu dans le cadre de cette méthode le multiple de prime sur actif net réévalué/actif net comptable qui permet de mettre en exergue le prix payé par rapport à la valeur historique revalorisée ou non des actifs résiduels.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Cible	Initiateur	Date	Prime sur ANR/ANC	
			% ANR	% ANC
Compagnie Marocaine	R.L.C	déc-15	96,9%	86,7%
Emme SA	SFPI	juil.-15	12,7%	12,7%
Cottin Frères	Cottin Frères*	mars-14	24,1%	5,7%
Medea	Artea	nov.-13	n/a	n/a
Foncière 7	Ingefin	avril-12	138,8%	138,8%
MB Retail Europe	Eurasia Group	janvier-12	n/a	n/a
FIPP	Acanthe	juillet-11	938,2%	938,2%
SFCM	SFR	mars-11	36,0%	47,2%
Mediane			66,4%	66,9%

*Offre Publique de Rachat d'Actions

n/a : non applicable

3.4.1.4 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de CFI obtenue par la méthode des transactions comparables :

Valeur de l'action CFI	ANR	ANC
ANR/ANC (en €)	0,35	0,35
Prime médiane extériorisée sur ANR/ANC	66,4%	66,9%
Valeur des titres de CFI (en k€)	500	500
Nombre d'actions	853 673	
Valeur unitaire de l'action CFI (€/action)	0,59	0,59

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite de CFI par la méthode des transactions comparables de 500k€ par le multiple de prime sur l'ANR et le multiple de prime sur l'ANC, soit une valeur par action de 0,59€.

Le prix d'Offre de 0,83€ fait ressortir une prime de 40,7% sur cette valeur.

3.4.2 Méthode du cours de bourse

Les actions de CFI sont cotées sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000037475. La Société a été introduite en bourse en 1881 à la bourse de Paris.

3.4.2.1 Analyse de la liquidité du cours de bourse

A notre connaissance et au jour du dépôt de l'Offre, l'actionnariat se répartit comme suit :

Actionnaires	Nb	% du capital	% des droits
	d'actions	social	de vote
Financière Apsys	761 206	89,11%	89,11%
Actions propres	551	0,06%	0,06%
Flottant	92 467	10,82%	10,82%
Total	854 224	100,0%	100,0%

Source : Projet de note d'information et rapport financier annuel 2017 en date du 23 avril 2018

Le capital flottant représente, à la date du présent rapport, 10,82% du capital, soit 92.467 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

Analyse de la liquidité de l'action CFI				
	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Moyenne 1 mois	407	7 725	0,9%	8,4%
Moyenne 3 mois	431	27 176	3,2%	29,4%
Moyenne 6 mois	219	28 222	3,3%	30,5%
Moyenne 9 mois	176	33 711	3,9%	36,5%
Moyenne 1 an	158	40 257	4,7%	43,5%

Source : Euronext, Capital IQ, 09/01/2018

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Préalablement à l'analyse de la liquidité, il convient de noter que les actions de CFI sont cotées au fixing. Par ailleurs, il n'existe pas de contrat de liquidité et le titre CFI ne fait l'objet d'échanges réguliers.

Le tableau ci-dessus témoigne de la faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens échangés se situent entre 158 titres (moyenne 1 an) et 431 titres (moyenne 3 mois).

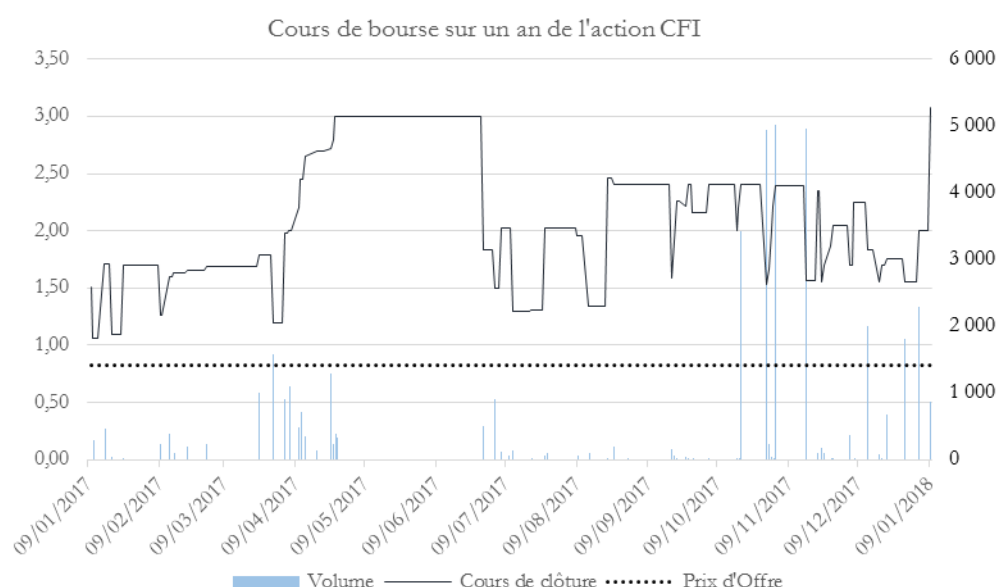
Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 40.257, soit 4,7% du nombre total de titres et 43,5% du flottant.

Sur le dernier mois, le nombre total de titres échangés représente 8,4% du flottant.

Au regard de ces données, le titre CFI, qui ne fait pas l'objet d'échanges réguliers sur son flottant, présente une liquidité très limitée. Par ailleurs, la société CFI ne fait pas l'objet de suivi par des analystes financiers indépendants.

Nous retiendrons toutefois cette méthode à titre indicatif, le cours de bourse constituant une valeur de référence observable pour un actionnaire minoritaire.

3.4.2.2 Analyse du cours de bourse de l'action CFI



Au cours de la dernière année, le cours de l'action CFI a tout d'abord oscillé de 1,1€ à 1,8€ de janvier 2017 jusqu'à fin mars 2017.

En avril 2017, le cours de CFI a connu une tendance haussière pour s'élever à 3,0€ fin avril 2017, niveau auquel il est resté jusqu'en fin juin 2017 en l'absence d'échanges sur le titre au cours de cette période.

Le 29 juin 2017, le cours a décroché pour repasser sous la barre des 2,0€.

Depuis, le cours a évolué entre 1,5€ et 2,5€ avant de connaître une nouvelle hausse en janvier 2018. Le cours a ainsi atteint 3,08€ le 9 janvier 2018, dernier jour d'échanges sur le titre préalablement à l'annonce de l'Offre.

L'évolution du cours de bourse de CFI au cours de la dernière année ne semble pas résulter de l'activité de la société, celle-ci étant gérée en extinction et n'ayant publié aucun communiqué significatif relatif à son activité sur la période.

3.4.2.3 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 9 janvier 2018, dernier jour d'échanges sur le titre préalablement à l'annonce de l'Offre.

	€/action	Prime (+)/Décote (-) offerte ¹
Cours de clôture (le 09 janvier 2018)	3,08	-73,1%
CMPV* 1 mois	1,95	-57,3%
CMPV* 3 mois	1,93	-57,0%
CMPV* 6 mois	1,93	-57,0%
CMPV* 9 mois	2,00	-58,6%
CMPV* 1 an	1,94	-57,3%

¹ prime calculée par rapport au prix d'Offre de 0,83€

* Cours moyen pondéré par les volumes

Source : Euronext, Capital IQ, 09/01/2018

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 1,93€ (moyenne 3 mois et 6 mois) et 2,00€ (moyenne 9 mois).

Par ailleurs, le dernier cours de clôture au 9 janvier 2018 s'élève à 3,08€.

Le prix proposé de 0,83€ par action extériorise des décotes sur toutes les moyennes de cours de bourse. Ces décotes sont comprises entre 57,0% (cours moyen pondéré par les volumes 3 mois et 6 mois) et 58,6% (cours moyen pondéré par les volumes 9 mois).

4 ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

4.1 Eléments d'appréciation du prix d'Offre

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions CFI :

4.1.1 Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (méthode des Discounted Cash Flows) ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs ;
- Référence aux objectifs de cours ;
- Méthodes des comparables boursiers.

A l'exception de l'Actif Net Réévalué que nous avons retenu en lieu et place de l'Actif Net Comptable au regard de la réévaluation des valeurs mobilières de placement, nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le rejet des autres méthodes, ayant nous-mêmes écarté ces méthodes.

4.1.2 Méthodes d'évaluation retenues :

L'établissement présentateur a retenu à titre principal les méthodes suivantes :

- Référence à la transaction récente portant sur le capital de CFI ;*
- Référence à l'actif net comptable ;*

Et à titre indicatif :

- la méthode des transactions comparables ;*
- la référence au cours de bourse.*

L'établissement présentateur a mis en œuvre une approche multicritères comprenant la référence à la transaction récente sur le capital et la référence à l'actif net comptable à titre principal, une méthode analogique (méthode des transactions comparables) et la référence au cours de bourse à titre indicatif.

Ces méthodes sont identiques à celles que nous avons nous-mêmes retenues. Nous avons toutefois retenu la méthode de l'actif net réévalué au lieu de faire référence à l'actif net comptable au regard de la réévaluation des valeurs mobilières de placement.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.1.2.1 Transaction récente sur le capital de CFI

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu la transaction récente (12 janvier 2018) portant sur l'acquisition par Financière Apsys de l'intégralité de la participation détenue par Yellow Grafton SC (89,11% du capital et des droits de vote) dans CFI, à un prix unitaire par action (0,828€) quasi-égal au prix d'Offre (0,83€).

Nous avons également retenu cette transaction comme référence d'appréciation du prix de l'action CFI.

Nous n'avons pas de différence d'appréciation sur la valeur de l'action CFI ressortant de cette méthode.

4.1.2.2 Référence à l'actif net comptable

L'établissement présentateur a fait référence à l'actif net comptable au 31 décembre 2017 dans le cadre de cette méthode qui extériorise une valeur unitaire par action de 0,35€.

Nous avons pour notre part retenu la méthode de l'actif net réévalué en revalorisant à leur valeur vénale les valeurs mobilières de placement.

La valeur extériorisée par référence à l'actif net comptable retenue par l'établissement présentateur (0,35€) ne diffère que très légèrement de la valeur de l'actif net réévalué que nous avons retenu (0,35€), la valeur vénale des valeurs mobilières de placement étant très proche de leur valeur comptable.

4.1.2.3 Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu le critère du cours de bourse.

Le tableau de synthèse des valorisations effectuées par l'établissement présentateur reprend le cours de clôture au 9 janvier 2018 et les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 12 mois.

Nous avons, pour notre part, repris les mêmes moyennes pondérées de cours (cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois, 1 an) et le cours de clôture au 9 janvier 2018.

Notre analyse du cours de bourse ne fait pas apparaître d'écarts avec l'établissement présentateur sur les moyennes de cours de bourse présentés.

L'approche faisant référence au cours de bourse ne met pas en exergue de divergences d'appréciation entre l'établissement présentateur et nous-même.

4.1.2.4 Méthode des transactions comparables

L'établissement présentateur a retenu le critère des transactions comparables à titre indicatif.

Nous avons, pour notre part également retenu la méthode des transactions comparables à titre indicatif. Notre approche est décrite dans la partie 3.4.1 de notre rapport.

La valeur de l'action CFI obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des transactions comparables s'établi à 0,63€ (multiple de prime sur actif net réévalué/actif net comptable).

Nous avons retenu, pour notre part, une prime sur l'actif net réévalué et sur l'actif net comptable. En plus des transactions sélectionnées par l'établissement présentateur, nous avons ciblé deux transactions supplémentaires (Cottin Frères et SFCM) et extériorisé une prime reflétant la médiane de l'ensemble de ces transactions afin d'éliminer les valeurs extrêmes.

Nous obtenons ainsi une valeur de l'action CFI par la méthode des transactions comparables de 0,59€ à travers l'actif net réévalué et l'actif net comptable, celle-ci étant légèrement inférieure à celle obtenue par l'établissement présentateur.

Les différences observées quant à la valeur par action proviennent essentiellement d'un échantillon de transactions comparables différent ainsi que de la sélection d'une médiane des primes extériorisées sur les transactions sélectionnées.

5 CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur	Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix d'Offre de 0,83€
Méthodes retenues à titre principal :			
Transaction de référence (cession de 89,11% du capital)	0,828 €	0,828 €	0,2%
Actif net réévalué au 31/12/2017	na	0,35 €	136,0%
Actif net comptable au 31/12/2017	0,35 €	na	na
Méthodes retenues à titre indicatif :			
Méthode des transactions comparables	0,63 €	0,59 €	40,7%
Méthode du cours de bourse :			
Cours spot (au 9 janvier 2018)	3,08 €	3,08 €	-73,1%
CMPV* 1 mois	1,95 €	1,95 €	-57,3%
CMPV* 3 mois	1,93 €	1,93 €	-57,0%
CMPV* 6 mois	1,93 €	1,93 €	-57,0%
CMPV* 9 mois	2,00 €	2,00 €	-58,6%
CMPV* 1 an	1,94 €	1,94 €	-57,3%

*Cours moyen pondéré par les volumes

na : non applicable

Il est rappelé que le 12 janvier 2018, Financière Apsys a acquis hors marché auprès de Yellow Grafton SC l'intégralité de sa participation au capital de CFI, soit 761.206 actions, représentant 89,11% du capital et droits de vote de la Société, pour un prix total de 630.486 euros (soit 0,828 euro par action).

L'Initiateur a souhaité acquérir le contrôle d'une société « coquille » sans activité, cotée sur Euronext Paris, telle que CFI, afin d'en faire un véhicule de détention et de développement d'actifs immobiliers commerciaux.

Il est également rappelé qu'une Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de CFI se tiendra le 15 mai 2018 et sera appelée à décider la transformation de CFI en société en commandite par actions.

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

L'Offre est facultative pour les actionnaires minoritaires de CFI et ne vise ni le retrait obligatoire ni la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris. Elle permet aux actionnaires minoritaires de CFI, dans le contexte de la transformation de la Société décrite préalablement, d'obtenir une liquidité immédiate sur leurs titres dans le cadre de l'Offre en cédant tout ou partie de leurs actions, tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action CFI fait ressortir des valeurs de :

- 0,828€ pour la référence à la transaction récente portant sur 89,11% du capital (cession de Yellow Grafton SC à Financière Apsys) ;*
- 0,35€ pour la méthode de l'actif net réévalué ;*
- 0,59€ pour la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre indicatif) ;*
- 1,93€ (cours moyen 3 mois et 6 mois) à 3,08€ (cours de clôture au 9 janvier 2018) pour la méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre indicatif).*

Le prix d'Offre de 0,83€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 0,2% sur la transaction récente portant sur 89,11% du capital ;*
- présente une prime de 136,0% sur la méthode de l'actif net réévalué ;*
- présente une prime de 40,7% sur la méthode des transactions comparables ;*
- présente des décotes allant de 57,0% (cours moyen pondéré par les volumes 3 mois et 6 mois) à 73,1% (cours de clôture au 9 janvier 2018) sur la méthode du cours de bourse.*

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation mises en œuvre à titre principal, l'action CFI présentant une liquidité très limitée au regard des volumes échangés.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, offre facultative pour l'actionnaire minoritaire et proposant un prix de 0,83€ par action, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société CFI.

Fait à Paris, le 3 mai 2018

L'expert indépendant

*HAF Audit & Conseil
Membre de Crowe Horwath International*

Olivier Grivillers

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

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites internet de la Société (<https://cfi-france.com>) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais auprès de :

CFI-Compagnie Foncière Internationale
28-32 avenue Victor Hugo
75016 Paris

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

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

Monsieur Maurice Bansay
Président-Directeur général