NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ

en réponse à l'offre publique d'achat simplifiée visant ses actions initiée par la société

AMF AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

En application des dispositions de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** »), l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat simplifiée en date du 22 novembre 2024, apposé le visa n° 24-498 en date du 22 novembre 2024 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »).

La Note en Réponse a été établie par la société M.R.M. S.A. et engage la responsabilité de ses signataires.

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

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **RGAMF** »), le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, le document « *Autres informations* » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de M.R.M. S.A. sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ce document.

La Note en Réponse établie par M.R.M. S.A. est disponible sur les sites Internet de M.R.M. S.A. (www.mrminvest.com), de l'Initiateur (www.scor.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut également être obtenue sans frais au siège social de M.R.M. S.A. (5, avenue Kleber – 75016 Paris).

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE 4
1.1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE 4
1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE 5
1.2.1. Contexte de l'Offre 5
1.2.1.1. Présentation de l'Initiateur 5
1.2.1.2. Présentation de la Société 6
1.2.2. Motifs de l'Offre 7
1.2.2.1. Présentation des motifs de l'Offre 7
1.2.2.2. Répartition du capital social et des droits de vote de la Société 8
1.2.2.3. Valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société 8
1.2.2.4. Actions Gratuites 8
1.3. RAPPEL DES PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE 8
1.3.1. Nombre d'Actions susceptibles d'être apportées à l'Offre 8
1.3.2. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites 9
1.3.3. Principales autres caractéristiques de l'Offre 10
1.3.4. Procédure d'apport des Actions à l'Offre 11
1.3.5. Intervention de l'Initiateur sur le marché pendant la période d'Offre 11
1.3.6. Intention de l'Initiateur en matière de retrait obligatoire 11
1.3.7. Calendrier indicatif de l'Offre 12
1.3.8. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger 14
1.3.8.1. Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger 14
1.3.8.2. Information à l'attention des actionnaires situés aux Etats-Unis d'Amérique 14
2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 15
2.1 COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 15
2.2 RAPPEL DES DÉCISIONS PRÉALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 15
2.3 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 15
3 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 22
4 INTENTION DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES 22
5 INFORMATION DES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ 22
6 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT 23
7 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE 23
7.1 MÉCANISME INDEMNITAIRE AU PROFIT DES BÉNÉFICIAIRES D'ACTIONS GRATUITES 23
7.2 AUTRES ACCORDS DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE 24
8 ÉLÉMENTS RELATIFS À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 24
8.1 RESTRICTIONS STATUTAIRES À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS 24
8.1.1 Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils 24
8.1.2 Autres restrictions statutaires 24

8.2 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET PRÉVOYANT DES CONDITIONS PRÉFÉRENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D'ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5 % DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIÉTÉ 24

8.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DÉCLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DÉCLARATION D'OPÉRATION SUR TITRES 24

8.4 LISTE DES DÉTENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI 25

8.5 MÉCANISMES DE CONTRÔLE PRÉVUS DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCÉS PAR CE DERNIER 25

8.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS 25

8.7 DISPOSITIONS STATUTAIRES RELATIVES AU CONSEIL D'ADMINISTRATION 25

8.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration 25

8.7.2 Détention d'Actions 26

8.7.3 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions 26

8.8 RÈGLES APPLICABLES À LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIÉTÉ 27

8.9 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIÉTÉ QUI SONT MODIFIÉS OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE DE LA SOCIÉTÉ 27

8.10 ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ, EN CAS DE DÉMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR MANDAT OU EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE 27

8.11 MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ÉCHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIÉTÉ A MIS EN ŒUVRE OU DÉCIDÉ DE METTRE EN ŒUVRE 27

9 MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DU DOCUMENT « *AUTRES INFORMATIONS* » RELATIF AUX CARACTÉRISTIQUES, NOTAMMENT JURIDIQUES, FINANCIÈRES ET COMPTABLES DE LA SOCIÉTÉ 27

10 PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE 28

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des dispositions des articles 233-1, 1° et suivants du RGAMF, la société SCOR SE, société européenne dont le siège social est situé 5, avenue Kléber – 75016 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro unique d'identification 562 033 357 (« **SCOR SE** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de M.R.M. S.A., société anonyme à conseil d'administration au capital de 64.190.640 euros divisé en 3.209.532 actions ordinaires, d'une valeur nominale de vingt (20) euros chacune, toutes de même catégorie (les « **Actions** »), dont le siège social est situé 5, avenue Kléber – 75016 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro unique d'identification 544 502 206 et dont les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR 00140085W6, mnémonique MRM (« **MRM** » ou la « **Société** »), d'acquérir en numéraire, au prix de 35,50 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »), la totalité des Actions qui ne seraient pas déjà détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date de la note d'information de l'Initiateur ayant fait l'objet d'une décision de conformité en date du 22 novembre 2024 (visa n° 24-497) (la « **Note d'Information** ») (sous réserve de l'exception ci-dessous), dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée volontaire (l'« **Offre** »), qui pourrait être suivie, si les conditions en sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire, conformément aux dispositions des articles 237-1 à 237-10 du RGAMF.

À la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient, seul ou de concert, directement ou indirectement, 2.326.240 Actions, représentant autant de droits de vote, soit 72,48 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société.[1] [2]

Conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues par l'Initiateur, directement ou indirectement, seul ou de concert, à l'exception des 8.558 Actions auto-détenues par la Société à la date de la présente Note en Réponse, assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9 I, 2° du Code de commerce, soit, sur la base du capital social de la Société à la date de la présente Note en Réponse, un nombre maximum de 874.734 Actions, représentant autant de droits de vote, soit environ 27,25 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société à la date de la présente Note en Réponse, déterminé comme suit :

Actions existantes	3.209.532
moins Actions détenues par l'Initiateur	2.326.240
moins Actions auto-détenues par la Société	8.558
Total des Actions visées par l'Offre	874.734

Par ailleurs, les Actions Gratuites (telles que définies en Section 1.3.2 de la présente Note en Réponse) attribuées par le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'administration** »), représentant, à la date de la présente Note en Réponse, un nombre égal à 4.955 actions MRM à émettre (représentant environ 0,15 % du capital de la Société), ne sont pas visées par l'Offre dès lors que ces actions ne seront définitivement acquises et livrées aux bénéficiaires que postérieurement à la clôture de l'Offre.

L'Initiateur a proposé à la Société et aux attributaires d'Actions Gratuites non disponibles de bénéficier, sous certaines conditions, d'un mécanisme indemnitaire décrit en Section 7.1 de la présente Note en Réponse.

L'Initiateur s'est réservé la possibilité, depuis le dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, d'acquérir des Actions, conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du RGAMF, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du RGAMF, correspondant au maximum à 30 % des Actions visées par l'Offre, soit un maximum de 262.420 Actions, au Prix de l'Offre, postérieurement à la publication par l'AMF de l'avis de dépôt du projet d'Offre et jusqu'à la veille de l'ouverture de l'Offre (inclus).

---

[1] Sauf indication contraire, les pourcentages de participation en capital ou en droits de vote de la Société mentionnées dans la présente Note en Réponse sont calculés sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques de la Société (*i.e.*, droits de vote calculés en tenant compte des droits de vote attachés aux actions auto-détenues, qui sont privées de droits de vote, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF) à la date de la présente Note en Réponse, soit 3.209.532 actions et autant de droits de vote théoriques.

[2] Compte non tenu des 8.558 Actions auto-détenues par la Société.

À la date de la présente Note en Réponse, hormis les Actions et les Actions Gratuites, il n'existe aucun autre titre de capital ou instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 1° et suivants du RGAMF. La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 à 237-10 du RGAMF, dans le cas où, à l'issue de l'Offre, le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que les Actions auto-détenues) ne représenterait pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non présentées à l'Offre (autres que les Actions auto-détenues) (le « **Retrait Obligatoire** »), dans les conditions décrites dans la présente Note en Réponse, ainsi que dans la Note d'Information.

Le Prix de l'Offre est de 35,50 euros par Action. Il est précisé qu'au cours des douze (12) derniers mois, à la connaissance de la Société, l'Initiateur n'a procédé, directement ou indirectement, à aucune acquisition d'Actions à un prix supérieur au Prix de l'Offre.

Conformément à l'article 231-13, I du RGAMF, l'Offre est présentée par Natixis, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre pour le compte de l'Initiateur (« **Natixis** » ou l'« **Établissement Présentateur** »), qui a déposé auprès de l'AMF le projet d'Offre. L'Établissement Présentateur garantit également, conformément à l'article 231-13, I du RGAMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les documents « *Autres informations* » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront déposés auprès de l'AMF et mis 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 RGAMF.

La Note en Réponse a été établie par la Société. Le projet de Note en Réponse a été établi par la Société et déposé auprès de l'AMF le 8 novembre 2024.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre.

1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.2.1. Contexte de l'Offre

1.2.1.1. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est la société européenne tête du groupe SCOR créé en 1970 qui s'est progressivement imposé comme l'un des plus grands réassureurs mondiaux représenté à travers 35 bureaux dans le monde et comptant environ 5.200 clients dans près de 160 pays. Le groupe SCOR a notamment enregistré en 2023, 19,4 milliards d'euros de primes, 812 millions d'euros de résultats nets, un ratio de solvabilité de 209 %, et 4,7 milliards d'euros de fonds propres.

Le modèle de développement du groupe SCOR s'articule autour de trois activités : *Property & Casualty* (Dommages & Risques divers), *Life & Health*, et *Investments*.

Les actions de l'Initiateur sont admises aux négociations sur Euronext Paris (compartiment A) sous le code ISIN FR0010411983 et sur le SIX Swiss Exchange de Zurich depuis le 8 août 2007. À la date de la présente Note en Réponse et, à la connaissance de la Société, les actions de l'Initiateur sont inclues notamment dans les indices de référence boursiers suivants : SBF 120, CAC Mid 60, Euronext France Next 40 EW, Euronext France Social et MSCI Europe.

Au 31 décembre 2023, les actionnaires de l'Initiateur étaient majoritairement institutionnels. Ils représentaient 81,8 % du capital de l'Initiateur et venaient principalement de France (39,3 %), du reste de l'Europe (34,9 %), des

États-Unis (22,3 %), et du reste du monde (3,5 %). À la connaissance de la Société, la structure de détention capitalistique de l'Initiateur était ainsi la suivante au 31 décembre 2023 :

Actionnaire	**Nombre d'actions**	**% du capital**	**% des droits de vote** [3]
BNP Paribas Cardif	9.023.568	5,02 %	5,03 %
Norges Bank	8.971.126	4,99 %	5,00 %
ACM Vie S.A.	9.363.508	5,21 %	5,22 %
Actions auto-détenues[4]	373.886	0,21 %	0,00 %
Salariés[5]	10.507.957	5,84 %	5,86 %
Mandataires sociaux dirigeants	1.901	0,00 %	0,00 %
Autres	141.560.674	78,73 %	78,90 %
Total	179.802.620	100,00 %	100,00 %

Plus d'informations sur l'Initiateur sont disponibles sur son site Internet : www.scor.com.

1.2.1.2. Présentation de la Société

La Société est une société anonyme à conseil d'administration de droit français dont les Actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR00140085W6. Elle a opté pour le régime des sociétés d'investissements immobilières cotées (« **SIIC** ») à effet au 1er janvier 2008. L'Acquisition de Bloc (telle que définie en Section 1.2.2.1 de la présente Note en Réponse) par l'Initiateur entraîne la sortie de la Société du régime SIIC avec effet au 1er janvier 2024.

Avant la réorientation de son activité vers celle d'une foncière en 2007, la Société était initialement une société *holding* cotée à la tête d'un groupe organisé autour de trois pôles d'activités : la fabrication et la vente de produits en velours, la conception et la distribution de vêtements au Mexique, et la production et la vente de câbles et de tubes plastiques.

Depuis 2007, la stratégie de la Société a été de recentrer son activité vers la détention et la gestion d'actifs de commerce avec la cession graduelle de ses actifs de bureaux. L'année 2013 a été notamment marquée par une recapitalisation de la Société *via* une prise de participation majoritaire de l'Initiateur au capital.

En 2022, la Société a acquis auprès d'Altarea deux centres commerciaux situés à Flins-sur-Seine (Yvelines) et à Ollioules (Var) pour 90,4 millions d'euros droits inclus, financés notamment par des augmentations de capital d'au total 50 millions d'euros souscrites par l'Initiateur et Altarea.

La Société détient aujourd'hui un patrimoine immobilier composé d'actifs de commerce dans plusieurs régions de France. À ce titre, la Société et ses filiales mettent en œuvre une stratégie dynamique de valorisation et de gestion des actifs, alliant rendement et appréciation en capital. Le groupe MRM détient un portefeuille comportant des biens stabilisés et des biens faisant l'objet d'un plan de valorisation.

La croissance du groupe MRM repose sur le développement des revenus locatifs par l'amélioration du taux d'occupation des immeubles et la baisse des charges immobilières, la valorisation des immeubles et sur la combinaison du développement interne et de la croissance externe.

À la date de la présente Note en Réponse, MRM emploie six (6) salariés. Au 30 juin 2024, le patrimoine de MRM était valorisé à 234,9 millions d'euros pour un endettement financier de 118,3 millions d'euros. Au 30 septembre 2024, le patrimoine de MRM était estimé à 225,0 millions d'euros pour un endettement financier estimé à 114,1 millions d'euros.

À la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur est l'actionnaire majoritaire de la Société dont il détient 72,48 % du capital correspondant à 72,67 % des droits de vote exerçables.

[3] Le pourcentage des droits de vote est déterminé sur la base du nombre total d'actions, hors actions auto-détenues.
[4] Incluant les actions auto-détenues, à l'exclusion de titres assimilés sur le fondement de l'article L. 233-9 I 4° du Code de commerce tels que des options d'achat d'actions.
[5] Nombre global d'actions détenues par les salariés (y compris ceux au titre de plans d'attribution gratuite d'actions mis en place avant l'entrée en vigueur de la loi 2015-990 du 6 août 2015).

Plus d'informations sur la Société sont disponibles sur son site Internet : www.mrminvest.com.

1.2.2. Motifs de l'Offre

1.2.2.1. Présentation des motifs de l'Offre

Le 26 septembre 2024, l'Initiateur et Altarea ont conclu un accord relatif à l'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité des 510.852 Actions détenues par Altarea représentant environ 15,92 % du capital et des droits de vote de la Société (l'« **Acquisition de Bloc** »). L'Acquisition de Bloc de gré à gré a été réalisée au prix de 30,0 euros par Action et le transfert de la propriété desdites Actions au profit de l'Initiateur est intervenu le 30 septembre 2024.

Concomitamment à la signature du contrat relatif à l'Acquisition de Bloc susvisé, Altarea a démissionné de ses fonctions d'administrateur de la Société.

Le pacte d'actionnaires non concertant relatif à la Société conclu le 16 novembre 2022 entre l'Initiateur et Altarea, en présence de la Société, pour une durée initiale de dix (10) ans, a pris fin de manière anticipée de plein droit à la suite de la réalisation de l'Acquisition de Bloc.

L'Initiateur souhaitant offrir une liquidité aux autres actionnaires minoritaires de la Société, l'Offre est lancée de manière volontaire par l'Initiateur dans l'objectif d'acquérir le solde des Actions non-encore détenues par lui et de retirer la Société de la cote. Dans l'hypothèse où les Actions non présentées à l'Offre et détenues par les actionnaires minoritaires (autres que les Actions auto-détenues) ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire décrite en Section 1.3.6 de la présente Note en Réponse.

L'Offre a pour objet de simplifier l'actionnariat et la gouvernance de la Société et de renforcer son efficacité opérationnelle, tout en laissant à l'Initiateur davantage de latitude dans la gestion des actifs du portefeuille (investissements, arbitrages, etc.) au regard de sa stratégie pour la classe d'actifs (immobilier en général, et immobilier de commerce en particulier). A terme, en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, l'Initiateur pourrait, le cas échéant, envisager une réorganisation juridique et opérationnelle afin d'intégrer MRM au sein des filiales de l'Initiateur ayant également des activités de détention d'actifs immobiliers.

Par ailleurs, compte tenu de la structure actuelle de l'actionnariat de la Société et du faible volume d'échanges, la cotation présente peu d'utilité pour la Société qui n'a pas fait appel au marché depuis fin 2022 et dont le titre n'est suivi que par un seul analyste financier, Invest Securities.

Pour les actionnaires minoritaires de la Société, l'Initiateur leur offre l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate et organisée sur l'intégralité de leurs Actions, à des conditions permettant de valoriser de manière équitable et attractive leurs Actions. Le Prix de l'Offre de 35,50 euros par Action proposé par l'Initiateur présente des primes significatives sur le cours de bourse, à savoir :

- une prime de +143 % par rapport au dernier cours de clôture avant l'annonce de l'Offre (26 septembre 2024) ;
- une prime de +134 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes des soixante (60) derniers jours de bourse non affectés ;
- une prime de +114 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes des cent-vingt (120) derniers jours de bourse non affectés ; et
- une prime de +107 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes des cent-quatre-vingts (180) derniers jours de bourse non affectés.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre, en ce compris les niveaux de primes offertes dans le cadre de l'Offre, sont présentés de manière détaillée dans la Note d'Information.

Dans le prolongement de l'Acquisition de Bloc et de l'annonce de l'Offre, le Conseil d'administration s'est réuni le 27 septembre 2024 et a décidé de désigner, conformément à la recommandation du comité *ad hoc* composé d'une

majorité de membres indépendants, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** »), chargé de rédiger un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel Retrait Obligatoire, en application des articles 261-1 I, 1°, 261-1 II et 262-1 du RGAMF. Au cours de cette réunion, le Conseil d'administration s'est par ailleurs prononcé favorablement sur le principe de l'Offre, sous réserve notamment des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant.

Dans ce contexte, le 9 octobre 2024, l'Établissement Présentateur a déposé, pour le compte de l'Initiateur, le projet de Note d'Information, conformément aux articles 233-1, 1° et 234-2 du RGAMF. L'Initiateur a ultérieurement publié un communiqué de presse en date du 6 novembre 2024 aux termes duquel le Prix de l'Offre a été porté à 35,50 euros par Action. Le projet de Note en Réponse a été déposé auprès de l'AMF par la Société le 8 novembre 2024.

À la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient, seul ou de concert, directement ou indirectement, 2.326.240 Actions, représentant autant de droits de vote, soit 72,48 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

1.2.2.2. Répartition du capital social et des droits de vote de la Société

À la date de la présente Note en Réponse, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques(*)	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
SCOR SE	2.326.240	72,48 %	2.326.240	72,48 %
Compagnie Financière MI 29 – Eurobail	108.662	3,39 %	108.662	3,39 %
Actions auto-détenues	8.558	0,27 %	8.558	0,27 %
Flottant	766.072	23,87 %	766.072	23,87 %
TOTAL	**3.209.532**	**100,00 %**	**3.209.532**	**100,00%**

(*) Conformément à l'article 223-11, I alinéa 2 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

1.2.2.3. Valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société

À la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autre que les Actions et les Actions Gratuites.

1.2.2.4. Actions Gratuites

Le détail des attributions d'Actions Gratuites effectuées par la Société au profit des salariés ou des dirigeants de la Société, et dont la date d'attribution définitive est postérieure à la clôture de l'Offre, figure en Section 1.3.2 de la présente Note en Réponse.

1.3. RAPPEL DES PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

1.3.1. Nombre d'Actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

À la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient, seul ou de concert, directement ou indirectement, 2.326.240 Actions, représentant autant de droits de vote, soit 72,48 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues par l'Initiateur, directement ou indirectement, seul ou de concert, à l'exception des 8.558 Actions auto-détenues par la Société à la date de la présente Note en Réponse, assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 233-9 I, 2° du Code de commerce, soit, sur la base du capital social de la Société à la date de la présente Note en Réponse, un nombre maximum de 874.734 Actions, représentant autant de droits de vote, soit environ 27,25 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société à la date de la présente Note en Réponse, déterminé comme suit :

Actions existantes	3.209.532
moins Actions détenues par l'Initiateur	2.326.240
moins Actions auto-détenues par la Société	8.558
Total des Actions visées par l'Offre	874.734

À la date de la présente Note en Réponse, hormis les Actions et les Actions Gratuites, il n'existe aucun autre titre de capital ou instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

1.3.2. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

À la date de la présente Note en Réponse, la Société a mis en place des plans d'attribution d'actions gratuites en 2022, 2023 et 2024 au profit de certains salariés et mandataires sociaux (les « **Actions Gratuites** »).

Le tableau suivant résume les principales caractéristiques des plans d'attribution d'Actions Gratuites en cours à la date de la présente Note en Réponse :

	Plan 2024-1	**Plan 2023-1**	**Plan 2022-1**
Date d'assemblée générale	7 juin 2023	24 juin 2021	24 juin 2021
Date du conseil d'administration	4 avril 2024	4 avril 2023	7 avril 2022
Nombre total d'Actions Gratuites attribuées	3.390	3.905	3.762
Date d'acquisition des Actions Gratuites	5 avril 2027	4 avril 2026	7 avril 2025
Date de fin de période de conservation	N.A.	N.A.	N.A.
Conditions de présence et de performance	Oui	Oui	Oui
Nombres d'Actions Gratuites acquises	0	0	0
Nombre cumulé d'Actions Gratuites annulées ou caduques	0	3.030	3.072
Actions Gratuites restantes	3.390	875	690

À la date de la présente Note en Réponse, un nombre maximum de 4.955 actions MRM sont susceptibles d'être émises par la Société et livrées aux bénéficiaires concernés au titre des plans d'attribution d'Actions Gratuites 2022-1, 2023-1 et 2024-1 au terme de leurs périodes d'acquisition respectives.

Dans la mesure où leurs périodes d'acquisition ne sont pas échues et sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi, les Actions Gratuites ne sont pas visées par l'Offre et ne pourront en conséquence pas être apportées à l'Offre.

Il est précisé que lesdites 4.955 actions MRM à émettre ont vocation à faire l'objet d'un mécanisme indemnitaire décrit en Section 7.1 de la présente Note en Réponse.

1.3.3. Principales autres caractéristiques de l'Offre

En application de l'article 231-13 du RGAMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 9 octobre 2024, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée, ainsi que le projet de Note d'Information, portant sur l'intégralité des Actions composant le capital social de la Société non encore détenues, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur (voir Section 1.3.1 de la présente Note en Réponse pour plus d'informations sur le nombre d'Actions effectivement visées par l'Offre). L'Initiateur a ultérieurement publié un communiqué de presse en date du 6 novembre 2024 aux termes duquel le Prix de l'Offre a été porté à 35,50 euros par Action.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'AMF a mis en ligne le 9 octobre 2024 un avis de dépôt concernant l'Offre sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org).

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les Actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au Prix de l'Offre, pendant une période de dix (10) jours de négociation.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF de son résultat définitif.

Le projet de Note d'Information est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur ainsi qu'auprès de l'Établissement Présentateur et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.scor.com) et de la Société (www.mrminvest.com).

La Société a déposé le projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 8 novembre 2024. L'AMF a mis en ligne le 8 novembre 2024 un avis de dépôt relatif au dépôt du projet de Note en Réponse sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du RGAMF, la présente Note en Réponse, telle que déposée auprès de l'AMF, a été mise en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.scor.com) et de la Société (www.mrminvest.com). Elle est également tenue gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société situé 5, avenue Kleber – 75016 Paris.

L'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) le 22 novembre 2024 une déclaration de conformité motivée concernant l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et règlementaires qui lui sont applicables. En application de l'article 231-26 du RGAMF, cette déclaration de conformité emporte visa de la Note en Réponse par l'AMF.

La Note en Réponse visée par l'AMF, ainsi que le document « *Autres informations* » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, déposés à l'AMF et tenus gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur et de la Société au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.scor.com) et de la Société (www.mrminvest.com).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre.

1.3.4. Procédure d'apport des Actions à l'Offre

En application des dispositions des articles 233-2 et suivants du RGAMF, l'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation, pendant laquelle les actionnaires de la Société pourront apporter leurs Actions à l'Offre. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication des résultats définitifs de l'Offre.

Les Actions 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 leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions, ou au CRÉDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL (*Middle Office Emetteurs* – 6, avenue de Provence 75009 Paris), assurant la gestion du service titres et du registre nominatif de la Société, pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme au nominatif pur, un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, jusqu'à la date limite qui leur sera indiquée par ledit intermédiaire.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre devront se rapprocher de leur intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de leur intermédiaire ainsi que sur leur procédure propre de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs Actions à l'Offre selon les modalités décrites ci-dessous.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure d'apport sur le marché devront remettre leur ordre de vente au Prix de l'Offre au plus tard le dernier jour de l'Offre. Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, à savoir deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Il est précisé que les frais de négociation qui pourraient être appliqués par l'intermédiaire financier (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur.

Natixis, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre de marché par l'intermédiaire de son partenaire Oddo BHF SCA, « *adhérent Euroclear n°585* », se portera acquéreur, pendant la période d'Offre, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

1.3.5. Intervention de l'Initiateur sur le marché pendant la période d'Offre

Il est rappelé que l'Initiateur s'est réservé la possibilité, depuis le dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, d'acquérir des Actions, conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du RGAMF, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du RGAMF, correspondant au maximum à 30 % des Actions visées par l'Offre, soit un maximum de 262.420 Actions, au Prix de l'Offre, postérieurement à la publication par l'AMF de l'avis de dépôt du projet d'Offre et jusqu'à la veille de l'ouverture de l'Offre (inclus).

Ces acquisitions sont réalisées par Natixis, agissant en qualité de membre acheteur, par l'intermédiaire de son partenaire ODDO BHF SCA, « *adhérent Euroclear n°585* » et sont déclarées à l'AMF et publiées sur le site Internet de l'AMF conformément à la réglementation en vigueur.

1.3.6. Intention de l'Initiateur en matière de retrait obligatoire

En application de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF, l'Initiateur demandera à l'AMF, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire dans le cas où les Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que les Actions auto-détenues) ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société.

Le Retrait Obligatoire sera effectué moyennant une indemnisation unitaire égale au Prix de l'Offre, nette de tout frais. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation automatique des Actions d'Euronext Paris.

À l'issue du Retrait Obligatoire, l'Initiateur déposera le montant correspondant à l'indemnisation des Actions non présentées à l'Offre, net de tous frais, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès du CRÉDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL, désigné en qualité d'agent centralisateur des opérations d'indemnisation en espèces du Retrait Obligatoire. CRÉDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des Actions de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-8 du RGAMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des Actions dont les ayants droits sont restés inconnus seront conservés selon le cas par CRÉDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL ou par le dépositaire teneur de compte concerné pendant une durée de dix (10) ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Le rapport de l'Expert Indépendant, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, désigné par le Conseil d'administration le 27 septembre 2024 conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1° et II et 262-1 du RGAMF en vue d'apprécier le caractère équitable des conditions de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel Retrait Obligatoire, figure en Section 2.3 de la présente Note en Réponse.

Le cas échéant, l'Initiateur informera le public du Retrait Obligatoire par la publication d'un communiqué, en application de l'article 237-3 III du RGAMF et d'un avis dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société (conformément à l'article 237-5 du RGAMF).

En tout état de cause, l'Initiateur n'a pas l'intention de repasser sous le seuil de 60 % de détention en capital ou en droit de vote, seuil de détention maximal pour conserver le bénéfice du statut SIIC, en cas de non-atteinte du seuil de Retrait Obligatoire à la suite de l'Offre.

1.3.7. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Le calendrier de l'Offre (en ce compris les étapes passées) envisagé par l'Initiateur figure ci-après, à titre purement indicatif.

DATE	ACTIONS
27 septembre 2024	▪ Désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'administration, sur proposition du Comité *ad hoc* constitué au préalable / début des travaux de l'Expert Indépendant
9 octobre 2024	▪ Dépôt auprès de l'AMF par l'Etablissement Présentateur, pour le compte de l'Initiateur, du projet d'Offre et du projet de Note d'Information ▪ Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne du projet de Note d'Information sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.scor.com) et de la Société (www.mrminvest.com) ▪ Diffusion du communiqué normé de l'Initiateur relatif au dépôt du projet de Note d'Information ainsi que de sa mise à disposition
7 novembre 2024	▪ Réunion du Conseil d'administration émettant son avis motivé sur le projet d'Offre
8 novembre 2024	▪ Dépôt du projet de Note en Réponse auprès de l'AMF (contenant l'avis motivé du Conseil d'administration et le rapport de l'Expert Indépendant) ▪ Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne du projet de Note en Réponse sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.scor.com) et de la Société (www.mrminvest.com) ▪ Diffusion du communiqué normé de la Société relatif au dépôt et à la mise à disposition du projet de Note en Réponse ▪ Ouverture de la période d'instruction de l'AMF
22 novembre 2024	▪ Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société ▪ Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de la Note d'Information visée ▪ Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne de la Note en Réponse de la Société visée sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.scor.com) et de la Société (www.mrminvest.com) ▪ Diffusion par la Société d'un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse visée ▪ Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne de la Note d'Information visée de l'Initiateur sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.scor.com) et de la Société (www.mrminvest.com) ▪ Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne du document « *Autres informations* » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.scor.com) et de la Société (www.mrminvest.com) ▪ Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition du document « *Autres informations* » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur
25 novembre 2024	▪ Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne du document « *Autres informations* » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.scor.com) et de la Société (www.mrminvest.com) ▪ Diffusion par la Société d'un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition du document « *Autres informations* » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société ▪ Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre ▪ Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
26 novembre 2024	▪ Ouverture de l'Offre (10 jours de négociation)
9 décembre 2024	▪ Clôture de l'Offre
10 décembre 2024	▪ Publication par l'AMF et Euronext Paris de l'avis de résultat de l'Offre

Dès que possible à compter de la clôture de l'Offre	▪ Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Paris, si les conditions sont réunies

1.3.8. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

1.3.8.1. Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

L'Offre est donc faite aux actionnaires de la Société situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La diffusion de la présente Note en Réponse, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions.

Ni la présente Note en Réponse, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les détenteurs d'Actions situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

En conséquence, les personnes en possession de la présente Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

1.3.8.2. Information à l'attention des actionnaires situés aux Etats-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la présente Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes ayant résidence aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S (*Regulation S*) pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933, tel que modifié), par les moyens de services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la présente Note en Réponse, et aucun autre document relatif à la présente Note en Réponse ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis, de quelque manière que ce soit.

Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie de la présente Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent, ni mandataire, agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-avant à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

La présente Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ou de vente, ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'a pas été soumise à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par les États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ses États et le District de Columbia.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

2.1 COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

À la date de la présente Note en Réponse, le Conseil d'administration est composé comme suit :

- Monsieur Louis Bourrousse, président du Conseil d'administration ;
- SCOR SE, administrateur, représentée par son représentant permanent, Madame Carole de Rozières ;
- Monsieur Thierry Lacaze, administrateur indépendant au sens des règles AFEP-MEDEF auxquelles la Société se réfère ;
- Madame Valérie Ohannessian, administrateur indépendant au sens des règles AFEP-MEDEF auxquelles la Société se réfère ; et
- Madame Karine Trebaticky, administrateur.

2.2 RAPPEL DES DÉCISIONS PRÉALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément à l'article 261-1 III du RGAMF, le Conseil d'administration a décidé, le 27 septembre 2024, de constituer un comité *ad hoc* (le « **Comité *ad hoc*** »), composé des membres suivants :

- Madame Valérie Ohannessian, présidente et membre indépendant ;
- Monsieur Thierry Lacaze, membre indépendant ; et
- Monsieur Louis Bourrousse, membre.

Il est précisé que le Comité *ad hoc* avait pour objet, notamment, d'assurer le suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de formuler des recommandations au Conseil d'administration s'agissant de son avis motivé sur l'Offre. Le Conseil d'administration s'est réuni le 27 septembre 2024 et a décidé de désigner, conformément à la recommandation du Comité *ad hoc*, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, en qualité d'Expert Indépendant chargé de rédiger un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel Retrait Obligatoire, en application des articles 261-1 I, 1°, 261-1 II et 262-1 du RGAMF. Les membres du Comité *ad hoc* ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant et suivre la réalisation de ses travaux.

2.3 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, les membres du Conseil d'administration se sont réunis, le 7 novembre 2024, sur convocation de Monsieur Louis Bourrousse, président du Conseil d'administration, à l'effet (i) d'examiner le projet d'Offre déposé par l'Initiateur visant les Actions non détenues par ce dernier et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration, à l'exception de SCOR SE, représentée par Madame Carole de Rozières, qui n'a pas pris part aux délibérations et n'a pas participé au vote, étaient présents ou représentés, étant précisé que, sur recommandation du Comité *ad hoc*, Monsieur Thierry Lacaze et Madame Valérie Ohannessian, en qualité d'administrateurs indépendants, ont voté en premier et que les autres administrateurs ont voté ensuite dans le même sens.

Un extrait des délibérations de cette réunion du Conseil d'administration contenant l'avis motivé relatif à l'Offre est reproduit ci-après :

*« Le Conseil d'administration s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que*

*représente, ainsi que sur les conséquences qu'auraient pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 35,50 euros par action de la Société (l' « **Offre** »), initiée par la société SCOR SE, société européenne dont le siège social est situé 5, avenue Kléber – 75016 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro unique d'identification 562 033 357 (l' « **Initiateur** »).*

*Le Président rappelle que le 26 septembre 2024, l'Initiateur et Altarea ont conclu un accord relatif à l'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité des 510.852 actions de la Société détenues par Altarea représentant environ 15,92 % du capital et des droits de vote de la Société (l'« **Acquisition de Bloc** »). L'Acquisition de Bloc de gré à gré a été réalisée au prix de 30,0 euros par action de la Société et le transfert de la propriété desdites actions au profit de l'Initiateur est intervenu le 30 septembre 2024.*

L'Initiateur souhaitant offrir une liquidité immédiate aux autres actionnaires minoritaires de la Société, l'Initiateur a annoncé, dans le cadre de l'Offre, offrir de manière irrévocable d'acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société qui ne seraient pas déjà détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur dans l'objectif de retirer la Société de la cote.

Le 27 septembre 2024, le Conseil d'administration a décidé de nommer, sur proposition du Comité ad hoc *composé d'une majorité de membres indépendants, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** »), conformément aux dispositions des articles 261-1 I, 1° et 261-1 II du règlement général de l'AMF.*

*Dans ce contexte, le 9 octobre 2024, Natixis, agissant en qualité d'établissement présentateur (l' « **Etablissement Présentateur** »), a déposé, pour le compte de l'Initiateur, le projet de note d'information relatif à l'Offre conformément aux articles 233-1, 1° et 234-2 du règlement général de l'AMF. L'Initiateur a ultérieurement publié un communiqué de presse en date du 6 novembre 2024 aux termes duquel le Prix de l'Offre a été porté à 35,50 euros par action de la Société (le « **Prix de l'Offre** »).*

L'Initiateur détient, à la date des présentes, 2.326.240 actions, représentant autant de droits de vote, soit 72,48 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur l'intégralité des actions composant le capital social de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date des présentes, à l'exception des 8.558 actions auto-détenues par la Société à la date du projet de note en réponse de la Société soit, sur la base du capital social de la Société à la date des présentes, un nombre maximum de 874.734 actions de la Société.

*Par ailleurs, les actions gratuites attribuées par le Conseil d'administration (les « **Actions Gratuites** »), représentant un nombre égal à 4.955 actions de la Société à émettre (représentant environ 0,15 % du capital de la Société et bénéficiant à moins de dix (10) personnes (les « **Bénéficiaires** »)), ne sont pas visées par l'Offre dès lors que ces actions ne seront définitivement acquises et livrées aux bénéficiaires que postérieurement à la clôture de l'Offre.*

Dans ce contexte, le Président rappelle que le Conseil d'administration du 7 novembre 2024 a (i) décidé de ne pas autoriser les Bénéficiaires à acquérir leurs Actions Gratuites de manière anticipée et, dans la mesure où un mécanisme indemnitaire était d'ores-et-déjà offert par l'Initiateur, de notifier aux Bénéficiaires sa décision de ne pas mettre en place une indemnisation qui serait prise en charge par la Société, et (ii) autorisé la Société, conformément aux articles L. 225-38 et suivants du Code de commerce, à conclure un accord tripartite avec l'Initiateur et chacun des Bénéficiaires afin de contractualiser ce mécanisme indemnitaire.

Le Président indique également que l'Initiateur, la Société et chacun des Bénéficiaires ont ainsi conclu le 7 novembre 2024 un accord prévoyant notamment que l'Initiateur versera à chaque Bénéficiaire une indemnité dont le montant sera égal au Prix de l'Offre multiplié par le nombre d'Actions Gratuites que chaque Bénéficiaire pourrait se voir attribuer définitivement à l'issue de leurs périodes d'acquisition respectives.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

Dans le cas où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital social et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé concernant le projet d'Offre :

- *le communiqué de presse de la Société publié le 27 septembre 2024 relatif à l'annonce du projet d'Offre ;*

- *le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 9 octobre 2024, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par Natixis, en qualité d'Etablissement Présentateur, qui a déposé auprès de l'AMF le projet d'Offre et le projet de note d'information, étant précisé que l'Etablissement Présentateur garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre ;*

- *le communiqué de presse publié par l'Initiateur en date du 6 novembre 2024 aux termes duquel le Prix de l'Offre a été porté à 35,50 euros par action de la Société ;*

- *le rapport contenant l'attestation de l'Expert Indépendant, qui conclut notamment au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du Prix de l'Offre fixé à 35,50 euros par action de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ; et*

- *le projet de note en réponse établi par la Société devant être déposé auprès de l'AMF le 8 novembre 2024, lequel reste à être complété du rapport de l'Expert Indépendant et de l'avis motivé du Conseil d'administration.*

<u>Travaux de l'Expert Indépendant</u> :

Dans le cadre de sa mission, l'Expert Indépendant a notamment eu accès :

- *aux communiqués de presse relatifs à l'Offre ;*
- *aux communiqués de presse financiers ;*
- *au Plan d'Affaires et aux informations financières prévisionnelles de la Société ;*
- *aux informations comptables et financières historiques de la Société ;*
- *aux procès-verbaux du Conseil d'administration et des assemblées générales de la Société tenus de 2022 à 2024 ;*
- *au procès-verbal du Conseil d'administration du 27 septembre 2024 ;*
- *au procès-verbal du Conseil d'administration du 28 octobre 2024 sur le Plan d'Affaires ;*
- *au procès-verbal du Conseil d'administration du 7 novembre 2024 ;*
- *au rapport d'expertise immobilière au 30 septembre 2024 établi par BNP Paribas Real Estate Valuation ;*
- *aux règlements des plans d'attribution gratuite d'actions 2022-1, 2023-1 et 2024-1 ;*
- *aux accords tripartites conclus avec les Bénéficiaires le 7 novembre 2024 ;*
- *au rapport d'évaluation de MRM de Natixis, en qualité d'Etablissement Présentateur ; et*
- *aux projets de note d'information et de note en réponse.*

Le Président indique que l'Expert Indépendant, la direction de la Société, l'Etablissement Présentateur et les conseils juridiques de la Société et de l'Initiateur ont échangé à plusieurs reprises afin de fournir à l'Expert Indépendant l'ensemble des informations nécessaires pour l'accomplissement de sa mission.

Le Président indique que le Comité ad hoc *a pu échanger à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.*

Le Comité ad hoc *s'est en effet réuni à plusieurs reprises par visioconférence avec l'Expert Indépendant :*

- *le 7 octobre 2024, afin de faire des premiers points d'étape sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant depuis sa désignation et notamment sur les méthodes de valorisation privilégiées par ce dernier et les premiers éléments chiffrés de ses travaux ;*

- *le 21 octobre 2024, réunion lors de laquelle l'Expert Indépendant a présenté un premier projet de son rapport et a répondu aux questions des membres du Comité* ad hoc *;*

- *le 5 novembre 2024, réunion lors de laquelle l'Expert Indépendant a présenté un second projet de son rapport et a répondu aux questions des membres du Comité* ad hoc *; et*

- *le 7 novembre 2024, réunion lors de laquelle Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, représentant le cabinet Ledouble, ont présenté le rapport définitif de l'Expert Indépendant au Comité* ad hoc *et résumé ainsi qu'il suit les conclusions des travaux de l'Expert Indépendant au Conseil d'administration :*

  « Au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation résumés en synthèse (§ 7), et à l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous concluons au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires apportant leurs titres à l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

  Nous n'avons pas identifié dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre. *»*

Conclusions et recommandations du Comité ad hoc *:*

Madame Valérie Ohannessian, agissant en qualité de présidente du Comité ad hoc*, a pris la parole et a indiqué ce qui suit aux membres du Conseil d'administration :*

Le Comité ad hoc *a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information. Il a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, pour les actionnaires et pour les salariés et a considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires dans la mesure où :*

- *l'Initiateur a l'intention de poursuivre les activités de la Société et de ses filiales, dans le sens où le portefeuille d'actifs continuera à être opéré dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre en matière de valorisation et de rotation du patrimoine ;*

- *l'Initiateur indique dans son projet de note d'information que l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur les effectifs et la politique salariale et n'entraînera pas de suppression de postes parmi les effectifs de la Société ;*

- *l'opération envisagée vise à permettre à la Société de ne plus être soumise aux contraintes inhérentes à l'admission des titres de la Société sur un marché réglementé (contraintes administratives, responsabilité accrue pour les dirigeants, coûts significatifs), lui permettant de bénéficier de l'économie des coûts de cotation qui serait consécutive à la radiation des actions du marché Euronext Paris ;*

- *en sortant du statut SIIC et en soumettant ses résultats à l'impôt sur les sociétés, la Société disposera de davantage de flexibilité en s'affranchissant de l'obligation de distribuer 95% de ses bénéfices et 60% de ses plus-values de cession ;*

- *l'Offre permet aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre de bénéficier d'une liquidité immédiate et organisée à des conditions permettant de valoriser de manière équitable et attractive leurs actions ;*

- *le Prix de l'Offre représente :*

    - *une prime de +143 % par rapport au dernier cours de clôture de l'action MRM au 26 septembre 2024 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre), de +134 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes des soixante (60) derniers jours de bourse non affectés, de +114 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes des cent-vingt (120) derniers jours de bourse non affectés, et de +107 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes des cent-quatre-vingt (180) derniers jours de bourse non affectés ;*

    - *une prime de +18,3 % par rapport au prix de l'Acquisition de Bloc ;*

    - *une prime de +2,7 % sur l'ANR EPRA NTA estimé au 30 septembre 2024 et de +0,1 % sur l'ANR EPRA NDV estimé à cette même date ;*

    - *une décote de -10,4 % par rapport à l'ANR EPRA NRV au 30 septembre 2024, étant rappelé le caractère seulement indicatif de cette référence patrimoniale qui intègre les droits de mutation ;*

    - *une prime significative de +83,8 % sur la valeur centrale de l'action MRM issue de la méthode de valorisation DCF qui tient compte de l'incidence des frais de structure, inhérents à la gestion des actifs du groupe ;*

    - *des primes également significatives sur les valeurs obtenues par l'application des multiples boursiers, comprises entre +29,7 % et +84,9 % ; et*

- *l'Expert Indépendant conclut, dans son rapport définitif, au caractère équitable de l'Offre, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.*

En conséquence, le Comité ad hoc *a recommandé au Conseil d'administration de conclure que l'Offre et ses conséquences sont dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés de sorte qu'il leur est recommandé d'apporter leurs actions de la Société à l'Offre.*

Dans la mesure où l'Offre est déposée par SCOR SE, SCOR SE, représentée par Madame Carole de Rozières, se situerait en situation de conflit d'intérêt vis-à-vis de la Société sur les points relatifs à l'Offre à l'ordre du jour de la réunion du Conseil d'administration de sorte que le Comité ad hoc *recommande que (i) SCOR SE, représentée par Madame Carole de Rozières, ne prenne pas part aux délibérations et ne participe pas au vote, et (ii) Monsieur Thierry Lacaze et Madame Valérie Ohannessian, en qualité d'administrateurs indépendants, votent en premier et que les autres administrateurs votent ensuite.*

<u>Avis motivé du Conseil d'administration</u> :

Monsieur Louis Bourrousse, agissant en qualité de président du Conseil d'administration, invite le Conseil d'administration à faire ses observations.

Après avoir examiné attentivement les différents documents et supports mis à sa disposition, en particulier le projet de note d'information de l'Initiateur, le rapport de l'Expert Indépendant et le projet de note en réponse de la Société, et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration ***constate*** *que :*

- *l'Initiateur a l'intention de poursuivre les activités de la Société et de ses filiales, dans le sens où le portefeuille d'actifs continuera à être opéré dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre en matière de valorisation et de rotation du patrimoine ;*

- *l'Initiateur indique dans son projet de note d'information que l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur les effectifs et la politique salariale et n'entraînera pas de suppression de postes parmi les effectifs de la Société ;*

- *l'opération envisagée vise à permettre à la Société de ne plus être soumise aux contraintes inhérentes à l'admission des titres de la Société sur un marché réglementé (contraintes*

administratives, responsabilité accrue pour les dirigeants, coûts significatifs), lui permettant de bénéficier de l'économie des coûts de cotation qui serait consécutive à la radiation des actions du marché Euronext Paris ;

- *en sortant du statut SIIC et en soumettant ses résultats à l'impôt sur les sociétés, la Société disposera de davantage de flexibilité en s'affranchissant de l'obligation de distribuer 95% de ses bénéfices et 60% de ses plus-values de cession ;*

- *l'Offre permet aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre de bénéficier d'une liquidité immédiate et organisée à des conditions permettant de valoriser de manière équitable et attractive leurs actions ;*

- *le Prix de l'Offre représente :*

    - *une prime de +143 % par rapport au dernier cours de clôture de l'action MRM au 26 septembre 2024 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre), de +134 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes des soixante (60) derniers jours de bourse non affectés, de +114 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes des cent-vingt (120) derniers jours de bourse non affectés, et de +107 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes des cent-quatre-vingt (180) derniers jours de bourse non affectés ;*

    - *une prime de +18,3 % par rapport au prix de l'Acquisition de Bloc ;*

    - *une prime de +2,7 % sur l'ANR EPRA NTA estimé au 30 septembre 2024 et de +0,1 % sur l'ANR EPRA NDV estimé à cette même date ;*

    - *une décote de -10,4 % par rapport à l'ANR EPRA NRV au 30 septembre 2024, étant rappelé le caractère seulement indicatif de cette référence patrimoniale qui intègre les droits de mutation ;*

    - *une prime significative de +83,8 % sur la valeur centrale de l'action MRM issue de la méthode de valorisation DCF qui tient compte de l'incidence des frais de structure, inhérents à la gestion des actifs du groupe ;*

    - *des primes également significatives sur les valeurs obtenues par l'application des multiples boursiers, comprises entre +29,7 % et +84,9 % ; et*

- *l'Expert Indépendant conclut, dans son rapport définitif, au caractère équitable de l'Offre, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.*

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent. Le Président demande notamment aux membres du Conseil d'administration de confirmer leur intention d'apporter ou non à l'Offre tout ou partie des actions de la Société qu'ils détiennent.

Madame Valérie Ohannessian et Monsieur Thierry Lacaze ont indiqué qu'ils apporteraient à l'Offre l'intégralité des actions de la Société qu'ils détiennent à la date des présentes. Monsieur Louis Bourrousse et Madame Karine Trebaticky détenant pour leur part chacun une (1) action de la Société par l'intermédiaire d'un prêt de consommation en date du 6 septembre 2022 consenti par SCOR SE, leurs actions ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des termes de l'Offre, (ii) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (iii) des éléments de valorisation préparés par l'Etablissement Présentateur, (iv) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, et (v) des éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré,

étant précisé que, sur recommandation du Comité* ad hoc*, (x) SCOR SE, représentée par Madame Carole de Rozières, n'a pas pris part aux délibérations et n'a pas participé au vote et (y) Monsieur Thierry Lacaze et

Madame Valérie Ohannessian, en qualité d'administrateurs indépendants, ont voté en premier et que les autres administrateurs ont voté ensuite dans le même sens,

***décide**, à l'unanimité :*

- *d'émettre, à la lumière des conclusions du Comité* ad hoc *et du rapport de l'Expert Indépendant, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;*

- *de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions de la Société à l'Offre ;*

- *de ne pas apporter à l'Offre les 8.558 actions auto-détenues par la Société ;*

- *d'approuver le projet de note en réponse de la Société ;*

- *d'autoriser, en tant que de besoin, le Directeur Général à l'effet de :*

  i finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;

  ii préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;

  iii signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et

  iv plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. »

3 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du Conseil d'administration ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de la Note en Réponse	% du capital social de la Société	Intention
Monsieur Louis Bourrousse	Président du Conseil d'administration	1(*)	NS	N/A
SCOR SE, représentée par son représentant permanent, Madame Carole de Rozières	Administrateur	2.326.240	72,48 %	Ne pas apporter à l'Offre (Initiateur)
Monsieur Thierry Lacaze	Administrateur indépendant	1	NS	Apporter à l'Offre
Madame Valérie Ohannessian	Administrateur indépendant	93	NS	Apporter à l'Offre
Madame Karine Trebaticky	Administrateur	1(*)	NS	N/A

(*)Il s'agit d'une action d'administrateur qui doit être détenue obligatoirement par l'administrateur en vertu de l'article 11 des statuts de la Société. Cette action est détenue par l'intermédiaire d'un prêt de consommation en date du 6 septembre 2022 consenti par SCOR SE. Cette action ne pourra pas être apportée à l'Offre, mais sera visée dans le cadre du Retrait Obligatoire, s'il a lieu.

4 INTENTION DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date de la présente Note en Réponse, 8.558 Actions sont auto-détenues par la Société.

Il est précisé que la Société a procédé à la suspension de l'exécution du contrat de liquidité confié à Invest Securities à compter du 26 septembre 2024 et pendant toute la durée de l'Offre.

Le Conseil d'administration, au cours de sa réunion en date du 7 novembre 2024, a décidé que les 8.558 Actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre, et ne seront par conséquent pas visées par l'Offre.

5 INFORMATION DES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article L. 2312-50 du Code du travail, la Société transmettra sans délai aux salariés de la Société la Note d'Information visée qu'elle aura reçue de l'Initiateur dans les trois (3) jours suivant sa publication et informera directement les salariés de l'existence de l'Offre, dans la mesure où la Société ne dispose pas d'un comité social et économique.

En outre, et conformément à l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation en cas d'offre publique d'acquisition n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique d'acquisition simplifiée.

6 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Lors de sa réunion du 27 septembre 2024, le Conseil d'administration a décidé de désigner, sur proposition du Comité *ad hoc* composé d'une majorité de membres indépendants, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel Retrait Obligatoire, sur le fondement des articles 261-1 I, 1°, 261-1 II et 262-1 du RGAMF.

La conclusion du rapport de l'Expert Indépendant en date du 7 novembre 2024 figure dans l'avis motivé en Section 2.3 de la présente Note en Réponse et est reproduite en partie ci-dessous :

« Au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation résumés en synthèse (§ 7), et à l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous concluons au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires apportant leurs titres à l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Nous n'avons pas identifié dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre. »

Le rapport du cabinet Ledouble est reproduit dans son intégralité en **Annexe 1** et fait partie intégrante de la présente Note en Réponse.

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

Les accords liés à l'Offre susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue sont les suivants :

7.1 MÉCANISME INDEMNITAIRE AU PROFIT DES BÉNÉFICIAIRES D'ACTIONS GRATUITES

À la date de la présente Note en Réponse, les Actions Gratuites représentent environ 0,15 % du capital de la Société et bénéficient à moins de dix (10) personnes (les « **Bénéficiaires** »). Toutes les Actions Gratuites sont encore en période d'acquisition et, en conséquence, ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Compte tenu du nombre limité de Bénéficiaires, et dans la mesure où les règlements des plans d'attribution des Actions Gratuites prévoient un mécanisme d'indemnisation en cas d'offre publique d'achat et de retrait obligatoire de la Société, l'Initiateur a proposé qu'une indemnité, égale pour chaque Action Gratuite au Prix de l'Offre, soit payée par l'Initiateur aux Bénéficiaires en contrepartie de leur renonciation à l'attribution définitive des Actions Gratuites à l'issue de leurs périodes d'acquisition respectives.

Dans ces conditions, le 7 novembre 2024, le Conseil d'administration a (i) décidé de ne pas autoriser les Bénéficiaires à acquérir leurs Actions Gratuites de manière anticipée et, dans la mesure où un mécanisme indemnitaire était d'ores-et-déjà offert par l'Initiateur, de notifier aux Bénéficiaires sa décision de ne pas mettre en place une indemnisation qui serait prise en charge par la Société, et (ii) autorisé la Société, conformément aux articles L. 225-38 et suivants du Code de commerce, à conclure un accord tripartite avec l'Initiateur et chacun des Bénéficiaires afin de contractualiser ce mécanisme indemnitaire.

Le 7 novembre 2024, l'Initiateur, la Société et chacun des Bénéficiaires ont ainsi conclu un accord prévoyant notamment que l'Initiateur versera à chaque Bénéficiaire une indemnité dont le montant sera égal au Prix de l'Offre multiplié par le nombre d'Actions Gratuites que chaque Bénéficiaire pourrait se voir attribuer définitivement à l'issue de leurs périodes d'acquisition respectives.

Le coût total de cette indemnité pour l'Initiateur sera de 175.902,50 euros, étant précisé que cette indemnité sera imposable auprès des Bénéficiaires dans les conditions de droit commun (traitements et salaires) et ne bénéficiera pas du régime de faveur applicable aux actions gratuites, sous réserve de toute évolution de la législation et de la réglementation fiscales.

Cette indemnité sera payée par l'Initiateur aux Bénéficiaires aux dates d'acquisition prévues par les règlements des plans d'attribution y afférents, sous réserve que les Bénéficiaires soient toujours présents à ces dates au sein des effectifs de la Société ou d'une société liée (par référence à l'article L 225-197-2 du Code de commerce).

Il est précisé que cet accord indemnitaire deviendrait caduc en l'absence de Retrait Obligatoire.

7.2 AUTRES ACCORDS DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE

À la date de la présente Note en Réponse, et à l'exception de l'Acquisition de Bloc, la Société n'a connaissance et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou qui serait susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

En particulier, à la connaissance de la Société, et à l'exception de ce qui figure en Section 3 de la présente Note en Réponse, il n'existe pas d'engagements d'apport ou de non-apport à l'Offre.

8 ÉLÉMENTS RELATIFS À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1 RESTRICTIONS STATUTAIRES À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS

8.1.1 Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

L'article 8 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale qui viendrait à franchir, à la hausse ou à la baisse, un seuil de détention de capital ou de droits de vote dans la Société égal à 2,5 % ou à un multiple de ce seuil (soit les seuils de détention de 2,5 %, 5 %, 7,5 %, etc.) doit obligatoirement déclarer à la Société, dans les quinze (15) jours de ce franchissement de seuil, le nombre d'actions qu'il détient. Cette obligation cesse de s'appliquer au-delà du seuil de 32,5 % du capital ou, selon le cas, des droits de vote.

En cas de non-respect de l'obligation mentionnée ci-dessus, les actions excédant la fraction non déclarée sont, à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 2,5 % du capital ou des droits de vote de la Société, privées du droit de vote et ce, pendant un délai de deux (2) ans suivant la date de la régularisation de la situation par une déclaration régulière.

8.1.2 Autres restrictions statutaires

À l'exception de ce qui figure en Section 8.1.1 de la présente Note en Réponse, les statuts de la Société ne prévoient pas de disposition particulière pouvant entraîner des restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts des Actions.

8.2 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET PRÉVOYANT DES CONDITIONS PRÉFÉRENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D'ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5 % DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIÉTÉ

À la date de la présente Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

8.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DÉCLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DÉCLARATION D'OPÉRATION SUR TITRES

La répartition du capital social et des droits de vote de la Société est décrite en Section 1.2.2.2 de la présente Note en Réponse.

Conformément aux articles 223-11 et suivants du RGAMF et aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, par courrier adressé à l'AMF et à la Société en date du 1er octobre 2024, l'Initiateur a déclaré avoir franchi en hausse, le 26 septembre 2024, les seuils de 2/3 du capital et des droits de vote de la Société, en

conséquence de l'Acquisition de Bloc, et détenir 2.326.240 actions de la Société, représentant autant de droits de vote, soit 72,48 % du capital et des droits de vote théoriques de cette dernière.

Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 1er octobre 2024 sous le numéro 224C1777.

8.4 LISTE DES DÉTENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

Néant.

8.5 MÉCANISMES DE CONTRÔLE PRÉVUS DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCÉS PAR CE DERNIER

Néant.

8.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS

À la date de la présente Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts des Actions.

8.7 DISPOSITIONS STATUTAIRES RELATIVES AU CONSEIL D'ADMINISTRATION

8.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

a) Membres du Conseil d'administration

Les membres du Conseil d'administration sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'assemblée générale ordinaire.

La durée de leurs fonctions est de quatre (4) années. Elle prend fin à l'issue 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.

À titre exceptionnel, à l'occasion de l'assemblée générale procédant à la mise en place du renouvellement des administrateurs par roulement, l'assemblée générale ordinaire des actionnaires peut nommer un ou plusieurs administrateurs pour un mandat d'une durée inférieure à quatre (4) ans.

Aucune personne physique ayant atteint l'âge de soixante-dix (70) ans ne peut être nommée membre du Conseil d'administration si sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers le nombre des membres du Conseil d'administration ayant dépassé cet âge.

Les membres du Conseil d'administration sont toujours rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

b) Bureau du Conseil d'administration

Aux termes de l'article 12 des statuts de la Société, le Conseil d'administration élit parmi ses membres personnes physiques un président et peut élire un ou plusieurs vice-présidents qui sont chargés de convoquer le Conseil d'administration et d'en organiser et diriger les travaux. Ils exercent leurs fonctions pendant la durée de leur mandat de membre du Conseil d'administration.

La limite d'âge pour l'exercice des fonctions de président est fixée à 70 ans. Cette limite d'âge prendra effet de plein droit à l'issue de l'assemblée générale ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice au cours duquel l'intéressé aura atteint l'âge de 70 ans.

Le président 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, à chaque séance, un secrétaire qui peut être choisi en dehors des actionnaires.

c) Vacance, décès, démission

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire.

Si le nombre d'administrateurs devient inférieur à trois (3), le ou les administrateurs restants doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration.

Les nominations provisoires effectuées par le Conseil d'administration sont soumises à ratification de la prochaine assemblée générale ordinaire. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre demeure en fonction pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

d) Pouvoirs du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre, conformément à son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi 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.

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société, le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

e) Délibérations du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration ne délibère valablement que si la moitié au moins de ses membres est présente.

Les décisions sont prises à la majorité des voix des membres présents ou représentés, chaque administrateur présent ou représenté disposant d'une voix et chaque administrateur présent ne pouvant disposer que d'un seul pouvoir. La voix du président de séance est prépondérante en cas de partage des voix. Si le Conseil d'administration est composé de moins de cinq (5) membres et que deux (2) administrateurs seulement assistent à la séance, les décisions doivent être prises à l'unanimité.

8.7.2 Détention d'Actions

Chaque membre du Conseil d'administration doit être propriétaire d'une (1) Action.

8.7.3 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi, les règlements en vigueur et les statuts de la Société, le Conseil d'administration dispose des délégations suivantes accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat d'actions :

Autorisations	Plafond de l'autorisation	Date à laquelle l'autorisation a été donnée ou modifiée	Durée	Utilisation
Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la Société avec maintien du droit préférentiel de souscription	11.829.140 €	Assemblée générale mixte du 16 novembre 2022	26 mois	Totalité (11.829.140 €)

Autorisations	Plafond de l'autorisation	Date à laquelle l'autorisation a été donnée ou modifiée	Durée	Utilisation
Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce	10 % du capital au jour de l'assemblée générale, soit 320.953 actions	Assemblée générale ordinaire du 5 juin 2024	18 mois	Non utilisée

8.8 RÈGLES APPLICABLES À LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIÉTÉ

L'article 17 des statuts de la Société prévoit que l'assemblée générale peut modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

Les assemblées d'actionnaires sont convoquées et délibèrent dans les conditions prévues par la loi et les règlements en vigueur.

8.9 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIÉTÉ QUI SONT MODIFIÉS OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE DE LA SOCIÉTÉ

Il est précisé que l'Offre n'entraîne pas de changement de contrôle de la Société, celle-ci étant déjà contrôlée directement par l'Initiateur.

Il n'existe aucun accord conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en raison d'un changement de contrôle de la Société.

8.10 ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ, EN CAS DE DÉMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR MANDAT OU EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Il n'existe pas d'accord au sein de la Société prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique.

8.11 MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ÉCHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIÉTÉ A MIS EN ŒUVRE OU DÉCIDÉ DE METTRE EN ŒUVRE

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

9 MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DU DOCUMENT « *AUTRES INFORMATIONS* » RELATIF AUX CARACTÉRISTIQUES, NOTAMMENT JURIDIQUES, FINANCIÈRES ET COMPTABLES DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, le document « *Autres informations* » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au siège social de la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il sera également disponible sur les sites Internet de la Société (www.mrminvest.com), de l'Initiateur (www.scor.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il sera également tenu à la disposition du public sans frais au siège social de M.R.M. S.A. (5, avenue Kleber – 75016 Paris) et pourra être obtenu sans frais par toute personne qui en fera la demande.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ce document.

10 PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« *Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à 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.* »

M.R.M. S.A.
Par : Monsieur Damien Chiaffi
Titre : Directeur Général

ANNEXE 1

Rapport de l'Expert Indépendant

[Page suivante]

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Ledouble

M.R.M.

5, avenue Kléber
75016 Paris

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr
Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

SOMMAIRE

1. INTRODUCTION 6
1.1. Contexte et motifs de l'Offre 6
1.2. Périmètre de l'Offre 7
1.3. Financement de l'Offre 8
1.4. Synergies et gains économiques liés à l'Offre 8
1.5. Sortie du régime SIIC 8
1.6. Politique de distribution de dividendes 8
1.7. Contours de la Mission 8
1.8. Diligences effectuées 9
1.9. Limites de la Mission 10
1.10. Plan du Rapport 11
1.11. Conventions de présentation 11
2. PRÉSENTATION DU GROUPE ET DE SON MARCHÉ 12
2.1. Présentation de MRM 12
2.2. Principales caractéristiques de l'immobilier de commerce et forces en présence 13
2.3. Analyse du patrimoine et des performances du Groupe 15
2.4. Matrice SWOT 20
3. ÉVALUATION MULTICRITÈRE 21
3.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère 21
3.2. Références et méthodes d'évaluation écartées 23
3.3. Références et méthodes d'évaluation retenues 23
3.4. Analyse du positionnement du Prix de l'Offre par rapport aux précédentes offres publiques 36
3.5. Synthèse de l'Évaluation Multicritère 37
4. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR 39
4.1. Références boursières 39
4.2. Transactions récentes sur le capital de la Société 39
4.3. Références à l'ANR 39
4.4. Valorisation intrinsèque 39
4.5. Valorisation analogique 40
4.6. Primes et décotes observées sur les précédentes offres publiques 40
4.7. Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation 41

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

5. ANALYSE DES ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES 42
5.1. Acquisition de Bloc 42
5.2. Mécanisme indemnitaire au profit des Bénéficiaires d'Actions Gratuites 42
5.3. Synthèse de l'analyse des Accords et Opérations Connexes 43
6. OBSERVATIONS FORMULÉES PAR DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES 44
7. SYNTHÈSE 45
8. CONCLUSION 46
ANNEXES 47

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre relevant de l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF
Acquisition de Bloc	Acquisition par SCOR le 30 septembre 2024 des 510.852 Actions détenues par Altarea, conformément aux dispositions du Contrat de Cession d'Actions
Action(s)	Action(s) de la Société
Actions Gratuites	Actions gratuites susceptibles d'être émises dans le cadre des plans d'attribution d'actions gratuites 2022-1, 2023-1 et 2024-1 mis en place par la Société
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif net comptable
ANR	Actif net réévalué
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
Augmentations de Capital 2022	Augmentations de capital réalisées par la Société en 2022 pour financer des acquisitions d'actifs auprès d'Altarea
BCE	Banque centrale européenne
Bénéficiaires d'Actions Gratuites	Bénéficiaires d'Actions Gratuites profitant du Mécanisme Indemnitaire
BFR	Besoin en fonds de roulement
CMPV	Cours Moyen(s) Pondéré(s) par les Volumes
Comité Ad Hoc	Comité spécialisé du Conseil d'Administration en charge notamment du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un projet d'avis motivé
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de la Société
Conseils	Conseils juridiques intervenant dans le cadre de l'Offre
Contrat de Cession d'Actions	Contrat de cession d'actions conclu le 26 septembre 2024 entre SCOR et Altarea
DCF	Discounted Cash Flow
Direction	Management de la Société
DPS	Droit préférentiel de souscription
EPRA	European Public Real Estate Association
Établissement Présentateur	Natixis
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère du Groupe et de l'Action
Expert Immobilier	BNP Paribas Real Estate Valuation
Expert Indépendant	Ledouble
Groupe	Société et ses filiales
Indice de Référence	Euronext IEIF REIT Europe

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

IFRS	International Financial Reporting Standards
Initiateur	SCOR SE
Ledouble	Ledouble SAS
Mécanisme Indemnitaire	Mécanisme que l'Initiateur prévoit de mettre en place au profit des Bénéficiaires d'Actions Gratuites, décrit dans le Projet de Note d'Information
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers
MRM	M.R.M. SA
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
n.a.	Non applicable
n.c.	Non communiqué
NDV	Net Disposal Value
NRV	Net Reinvestment Value
NTA	Net Tangible Assets
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
Offre	OPAS sur les Actions
OPAS	Offre publique d'achat simplifiée
Opération	Acquisition de Bloc suivie de l'Offre
Pb	Point(s) de Base
Période Explicite	2024-2033
Plan d'Affaires	Plan d'affaires établi par la Direction sur la Période Explicite, présenté au Conseil d'Administration par voie de consultation écrite du 24 octobre au 29 octobre 2024
Prix de l'Offre	35,50 € par Action
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 9 octobre 2024
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse à déposer par la Société auprès de l'AMF
Rapport	Présent rapport établi par Ledouble
Retrait Obligatoire	Mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire
RO	Retrait obligatoire
SCOR	SCOR SE
SIIC	Société d'investissement immobilier cotée
Société	M.R.M. SA
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
Valeur d'Entreprise	Valeur de l'actif économique du Groupe
VE	Valeur d'Entreprise
URW	Unibail-Rodamco-Westfield
WACC	Weighted Average Cost of Capital

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

1. Introduction

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (l'« **Offre** » ou l'« **OPAS** ») envisagée par la société SCOR SE (l'« **Initiateur** » ou « **SCOR** »), sur les actions de la société M.R.M. (la « **Société** » ou « **MRM** »), nous rendons compte dans le présent rapport (le « **Rapport** ») de l'ensemble des diligences que nous avons réalisées dans le cadre de l'Offre, au titre de laquelle Ledouble SAS (« **Ledouble** » ou l'« **Expert Indépendant** ») a été désigné le 27 septembre 2024 par le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** »), sur recommandation du comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc** »), en qualité d'Expert Indépendant (la « **Mission** »).

L'attestation d'équité telle que définie aux termes de l'article 262-1[1] du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** »), en conclusion de notre rapport (l'« **Attestation d'Équité** »), porte sur le caractère équitable, pour les actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre (les « **Actionnaires Minoritaires** »), des conditions et modalités financières de l'Offre, envisagée au prix de **35,50 €** par action (le « **Prix de l'Offre** »).

1.1. Contexte et motifs de l'Offre

Dans un communiqué de presse en date du 26 septembre 2024[2], SCOR a annoncé la signature d'un contrat d'acquisition de la participation d'Altarea, représentant environ 15,9% du capital de MRM[3] (l'« **Acquisition de Bloc** »), et son intention, à l'issue de l'Acquisition de Bloc, de déposer une offre publique d'achat ; cette annonce a été relayée par un communiqué de presse de MRM en date du 27 septembre 2024[4].

À l'issue de l'Acquisition de Bloc réalisée le 30 septembre 2024, SCOR détenait un total de 2.326.240 actions et droits de vote de la Société, représentant 72,5% de son capital composé de 3.209.532 actions (les « **Actions** » ou individuellement l'« **Action** »).

L'Offre a donné lieu au dépôt auprès de l'AMF, le 9 octobre 2024, du projet de note d'information de l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** »).

Le 6 novembre 2024, l'Initiateur a annoncé rehausser le Prix de l'Offre[5], en l'arrondissant à 35,50 €[6].

L'Initiateur souhaitant offrir une liquidité aux Actionnaires Minoritaires, l'Offre est lancée de manière volontaire afin de lui permettre d'acquérir le solde des Actions. Dans l'hypothèse de l'atteinte du seuil de retrait obligatoire, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») et de retirer la Société de la cote.

---

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

[2] « *SCOR acquiert la participation d'Altarea dans MRM. À la suite de cette acquisition, SCOR a l'intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée* », 26 septembre 2024.

[3] Soit 510.852 Actions.

[4] « SCOR, actionnaire de référence de MRM, a annoncé son intention d'acquérir l'ensemble des actions MRM qu'elle ne détient pas déjà dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée suivie, si les conditions en sont réunies, d'un retrait obligatoire », 27 septembre 2024.

[5] Fixé initialement à 35,42 €.

[6] « Projet d'offre publique sur MRM : prix porté à EUR 35,50 », 6 novembre 2024.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

L'Offre a pour objet de simplifier l'actionnariat et la gouvernance de la Société et de renforcer son efficacité opérationnelle, tout en laissant à l'Initiateur davantage de latitude dans la gestion des actifs du portefeuille de MRM. En cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, l'Initiateur pourrait à terme envisager une réorganisation juridique et opérationnelle afin d'intégrer MRM au sein de ses filiales.

Pour la Société, l'Offre permettrait, en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire et d'une radiation des Actions de la cote, de ne plus être soumise aux contraintes et aux coûts de cotation, dans un contexte de faible liquidité du titre renforcée par la structure actuelle de l'actionnariat.

1.2. Périmètre de l'Offre

À notre connaissance, la répartition du capital et des droits de vote théoriques[7] de la Société, telle que mentionnée dans le projet de note d'information en réponse de la Société (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** »), se présentait comme suit à l'issue de l'Acquisition de Bloc[8] :

Répartition du capital et des droits de vote à l'issue de l'Acquisition de Bloc

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théoriques
SCOR SE	2 326 240	72,5%	2 326 240	72,5%
Compagnie Financière MI 29 - Eurobail	108 662	3,4%	108 662	3,4%
Auto-détention	8 558	0,3%	8 558	0,3%
Public	766 072	23,9%	766 072	23,9%
Total	**3 209 532**	**100,0%**	**3 209 532**	**100,0%**

Source : Société

La Société a mis en place des plans d'attribution d'actions gratuites en 2022, 2023 et 2024, au profit de certains salariés et mandataires sociaux (les « **Actions Gratuites** »). Dans la mesure où les périodes d'acquisition des Actions Gratuites ne sont pas échues, ces dernières ne sont pas visées par l'Offre[9]. Il est toutefois prévu que les titulaires d'Actions Gratuites bénéficient d'un mécanisme indemnitaire (le « **Mécanisme Indemnitaire** ») (§ 5.2).

À l'exception des Actions et des Actions Gratuites, il n'existe, à notre connaissance, aucun titre de capital ni instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre porte ainsi sur la totalité des Actions en circulation non détenues par l'Initiateur, à l'exception des Actions auto-détenues par la Société[10]. En conséquence, l'Offre devrait porter sur un nombre total maximum de 874.734 Actions, soit environ 27,3 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société[11].

---

[7] Conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, le nombre de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.
[8] Le capital social de MRM est composé de 3.209.532 Actions de 20 € de valeur nominale unitaire.
[9] Il existe, à notre connaissance, 4.955 Actions Gratuites attribuées et en cours de période d'acquisition.
[10] Assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9 I 2° du Code de commerce.
[11] Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, à compter du dépôt du projet d'Offre et jusqu'à l'ouverture de celle-ci, l'Initiateur se réserve la possibilité d'acquérir des Actions sur le marché pendant la période d'Offre, au Prix de l'Offre, conformément aux dispositions prévues par le règlement général de l'AMF.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

1.3. Financement de l'Offre

Dans l'hypothèse où l'intégralité des Actions visées par l'Offre seraient apportées, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payé par l'Initiateur s'élèverait, hors frais et commissions liés à l'Offre, à 31,1 M€[12] .

1.4. Synergies et gains économiques liés à l'Offre

Dans l'hypothèse de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, la Société bénéficiera de l'économie des coûts de cotation qui serait consécutive à la radiation des Actions de la cote.

Par ailleurs, l'Initiateur anticipe que toute réorganisation juridique susceptible d'être envisagée en vue de l'intégration de la Société au sein de ses filiales permette une économie de charges courantes.

1.5. Sortie du régime SIIC

L'Acquisition de Bloc entraînant le franchissement du seuil de détention de 60% par SCOR[13], la Société ne devrait plus être soumise au régime SIIC et sera redevable de l'impôt sur les sociétés.

1.6. Politique de distribution de dividendes

La sortie du régime SIIC et la soumission des résultats de MRM à l'impôt sur les sociétés sont de nature à diminuer sa capacité de distribution. Par ailleurs, la Société ne sera plus soumise aux obligations de distribution prévues par le régime SIIC[14]. La politique de distribution de dividendes est par conséquent susceptible d'être affectée par l'Opération[15], l'Initiateur rappelant à ce titre dans le Projet de Note d'Information que l'évolution de la politique de dividendes sera décidée par les organes sociaux de la Société conformément aux lois applicables et à ses statuts, en fonction notamment de sa capacité distributive.

1.7. Contours de la Mission

1.7.1. Modalités de désignation de Ledouble

Notre désignation et le Rapport répondent aux dispositions de l'article 261-1 I 1°[16], 4°[17] et II[18] du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07 [19] et n°2006-08[20], ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15[21].

---

[12] Nombre maximum de titres visés par l'Offre : 874.734 Actions x Prix de l'Offre : 35,50 €.
[13] L'Initiateur a par ailleurs indiqué dans le Projet de Note d'Information qu'il n'a pas l'intention de repasser sous ce seuil en cas de non-atteinte du seuil de Retrait Obligatoire à la suite de l'Offre.
[14] Pour mémoire, les foncières ayant opté pour le régime SIIC sont tenues de distribuer 95% de leurs bénéfices issus des activités locatives et 70% des plus-values de cessions.
[15] Acquisition de Bloc suivie de l'Offre.
[16] La Société étant déjà contrôlée, avant le lancement de l'Offre, par l'Initiateur.
[17] Compte tenu de l'existence d'accords et d'opérations connexes à l'Offre, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre.
[18] L'Initiateur a fait part de son intention de solliciter le Retrait Obligatoire si les conditions étaient réunies.
[19] « Offres publiques d'acquisition ».
[20] « Expertise indépendante ».
[21] « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration, la Société nous a adressé une lettre de mission précisant le fondement réglementaire de notre désignation[22] ; cette lettre figure en **Annexe 1**.

1.7.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société, des conseils juridiques[23] (les « **Conseils** »), ainsi que de l'établissement présentateur de l'Offre[24] (l'« **Établissement Présentateur** »).

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et répondons aux conditions fixées par l'article 261-4 du règlement général de l'AMF :

- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08 ;
- nous ne sommes jusqu'alors pas intervenus au sein du Groupe, et la fréquence de nos interventions avec l'Établissement Présentateur n'est pas susceptible d'affecter notre indépendance[25] ;
- nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains[26] et matériels[27] nécessaires à sa réalisation.

Conformément à l'instruction AMF n°2006-08, une revue indépendante des travaux effectués et du Rapport a été assurée par un associé de Ledouble n'ayant pas directement participé à la Mission[28].

1.8. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07 et n°2006-08, et de la recommandation AMF n°2006-15[29].

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre incluant les accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords et Opérations Connexes** »), de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales

---

[22] En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.
[23] Hoche Avocats (conseil juridique de la Société et du Comité Ad Hoc) et Clifford Chance (conseil juridique de l'Initiateur).
[24] Natixis.
[25] Les expertises indépendantes publiques que nous avons réalisées sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.
[26] Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **Annexe 6**.
[27] Nos ressources documentaires et bases de données sont mentionnées en **Annexe 5**.
[28] Les principes de la revue qualité sont exposés en **Annexe 9**.
[29] Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2** et le calendrier d'intervention en **Annexe 3**. La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

(le « **Groupe** »), et en une valorisation multicritère du Groupe et de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** »), en vue d'apprécier :

- le caractère équitable, pour les Actionnaires Minoritaires, du Prix de l'Offre ; et
- l'absence d'éléments, dans les Accords et Opérations Connexes, susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels que nous avons eus, tout au long de la Mission, avec les représentants de la Société, les membres du Comité Ad Hoc, ainsi que les Conseils et l'Établissement Présentateur[30], se sont fondées notamment sur :

- la prise de connaissance de la stratégie et des objectifs de l'Initiateur justifiant la mise en œuvre de son projet d'Offre ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées, ainsi que de la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière relatives à la Société, utile à nos travaux ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en assemblée générale antérieurement au projet d'Offre ;
- l'analyse des actifs composant le patrimoine de la Société et de la valorisation patrimoniale de la Société au travers de l'Actif Net Réévalué ;
- la revue de l'historique du cours de bourse ainsi que des événements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution ;
- des extractions de nos bases de données financières et la mise en œuvre d'analyses comparatives permettant d'éclairer les modalités financières de l'Offre ;
- la valorisation multicritère de l'Action ;
- la comparaison des travaux d'évaluation menés par l'Établissement Présentateur avec notre valorisation multicritère de l'Action ;
- l'examen des Accords et Opérations Connexes.

Nous avons en outre obtenu la confirmation auprès du *management* de la Société (la « **Direction** ») et des représentants de l'Initiateur de certaines informations que nous avons exploitées dans le cadre de la Mission.

1.9. Limites de la Mission

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

[30] La liste des principaux interlocuteurs rencontrés et/ou contactés durant la Mission figure en **Annexe 4**.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'avis motivé qu'il rendra sur l'Offre.

L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral du Projet de Note d'Information en Réponse dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.10. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- l'environnement, l'activité et les performances du Groupe (§ 2) ;
- l'Évaluation Multicritère (§ 3) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur (§ 4) ;
- l'analyse des Accords et Opérations Connexes (§ 5) ;
- les observations formulées par des Actionnaires Minoritaires (§ 6) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 7) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 8).

1.11. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€).

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

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens hypertexte peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

2. Présentation du Groupe et de son marché[31]

Nous présentons succinctement les activités du Groupe (§ 2.1) et son environnement (§ 2.2), ainsi que ses performances historiques et son patrimoine (§ 2.3).

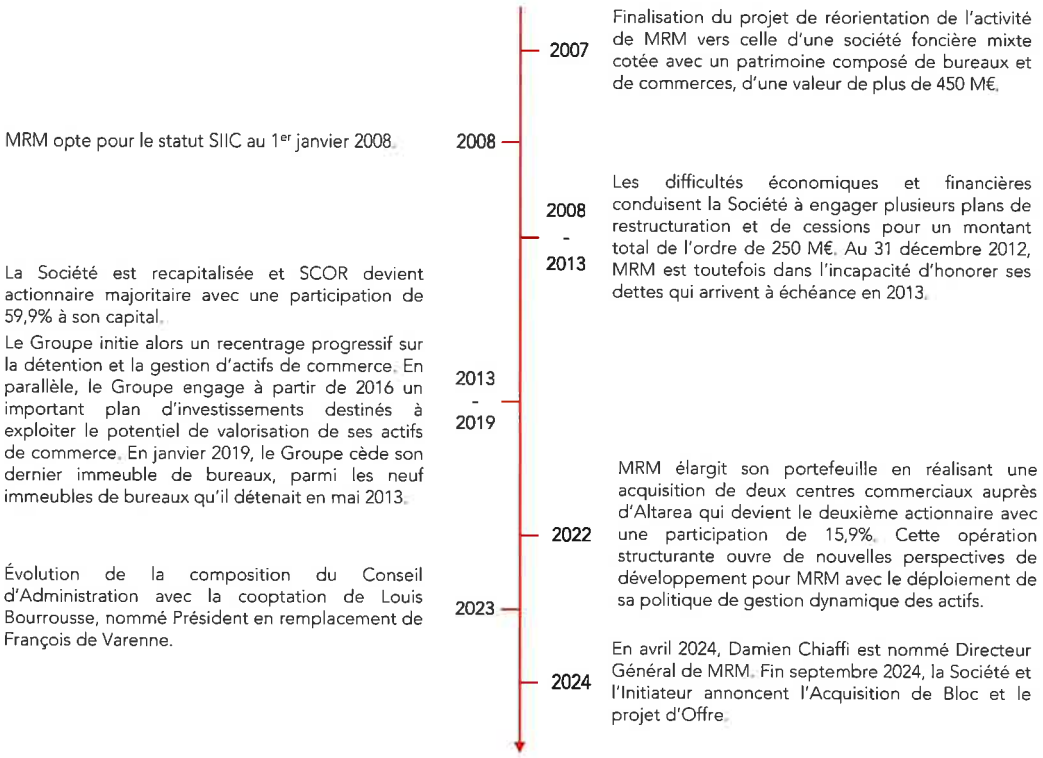
Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 2.4), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

2.1. Présentation de MRM

2.1.1. Historique de MRM

Initialement société industrielle, MRM est devenue une société foncière en décembre 2007 et a opté pour le statut de SIIC au 1er janvier 2008.

La stratégie de MRM et la composition de son patrimoine immobilier ont depuis lors connu plusieurs évolutions majeures. Nous mentionnons, ci-après, quelques dates clés qui ont jalonné l'historique du Groupe :



[31] La présentation de l'environnement du Groupe a été réalisée à partir d'informations publiques, d'études et des entretiens que nous avons menés avec la Direction.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

2.1.2. Patrimoine et stratégie du Groupe

En janvier 2019, le Groupe a finalisé son plan de cession de ses actifs de bureaux initié en 2013. Depuis, son patrimoine est quasiment exclusivement composé d'actifs de commerce, situés en centre-ville ou en périphérie de villes françaises moyennes.

La stratégie du Groupe consiste à investir dans des actifs de commerce disposant d'un potentiel d'accroissement de valeur, puis à procéder à des rénovations, à des restructurations ou à des extensions afin d'en renforcer l'attractivité. La mise en œuvre de cette stratégie, qui a abouti à la constitution d'un portefeuille varié d'actifs (galeries, centres commerciaux, boutiques en pied d'immeubles, parcs d'activités), se traduit notamment par une amélioration progressive des taux d'occupation des ensembles immobiliers détenus.

En 2022, le patrimoine immobilier du Groupe a changé de dimension, à la suite de l'acquisition auprès d'Altarea de deux centres commerciaux situés dans les départements des Yvelines et du Var, attenants à des hypermarchés Carrefour, pour un montant total de 90,4 M€ droits inclus.

Au 30 juin 2024, le portefeuille d'actifs du Groupe était valorisé à 234,9 M€ hors droits. À l'issue des cessions de huit actifs de jardinerie intervenues au cours du second semestre 2024, le patrimoine immobilier du Groupe représente une surface totale d'environ 79.000 m², répartie sur onze sites en France ; les cinq premiers ensembles immobiliers totalisent près de 80% de la valeur locative globale.

La structure du portefeuille d'actifs de MRM et son positionnement de foncière de commerces de proximité l'ont conduit à internaliser la fonction d'*asset management* tout en continuant à faire appel aux compétences des sociétés de *property management*. Bien que la rotation de ses actifs par des opérations de cession et d'acquisition opportunistes fasse partie de sa stratégie, le Groupe vise la création de valeur à long-terme, comme en atteste la durée moyenne de détention de ses actifs actuellement en portefeuille.

À ce jour, l'effectif de la Société compte six personnes salariées[32], basées au siège social à Paris.

2.2. Principales caractéristiques de l'immobilier de commerce et forces en présence

Premier créateur d'emplois, le secteur du commerce joue un rôle essentiel en matière d'aménagement et d'animation du territoire. Les zones commerciales présentent des situations diverses : certaines sont confrontées à une forte vacance commerciale résultant d'une surcapacité ou d'une inadéquation de l'offre quand d'autres s'inscrivent au contraire dans une dynamique plus favorable.

L'immobilier à usage de commerce regroupe plusieurs typologies de biens, répondant à des déterminants et des dynamiques spécifiques en fonction de leurs caractéristiques et de leur emplacement géographique. On distingue notamment les centres commerciaux[33], les *retail parks*[34] et les commerces de centre-ville.

---

[32] Le Directeur Général de la Société a le statut de mandataire social rémunéré.

[33] Un centre commercial correspond à un ensemble d'au moins 20 magasins et services ou totalisant une surface commerciale utile (*Gross Leasable Area* ou GLA) minimale de 5.000 m².

[34] Les *retails parks* – traduction anglaise de parc d'activités commerciales –, se définissent comme un ensemble commercial à ciel ouvert, comprenant au moins cinq unités locatives pour une surface construite minimum de 3.000 m², gérées comme une unité commune.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Ce segment du marché immobilier est réputé sensible à la conjoncture économique, la consommation des ménages et la situation économique et financière des entreprises locataires affectant les conditions du marché, au-delà des logiques financières applicables à d'autres classes d'actifs immobiliers.

Il a évolué historiquement au gré notamment des tendances et des phénomènes suivants :

- **évolution des modes de consommation** : l'essor rapide des achats en ligne, la pression accrue sur le pouvoir d'achat et, de manière plus générale, les changements dans les habitudes des consommateurs, impliquent un renouvellement des commerces et un ajustement de l'offre pour accroître la fréquentation et réduire la vacance des actifs immobiliers. La prise en compte de la mixité des usages et des exigences des enseignes requiert des investissements pour adapter et transformer les espaces commerciaux, par le biais notamment de restructurations et d'extensions ;

- **périurbanisation des agglomérations** : depuis plusieurs décennies, les zones périphériques des villes ont connu une expansion significative, souvent au détriment des commerces des centres-villes, moins accessibles et soumis à des contraintes plus strictes en matière d'urbanisme. Ce phénomène a contribué à l'évolution de la demande par typologie d'actifs, avec notamment la montée en puissance des *retail parks* et des centres régionaux et super-régionaux[35], alternatives aux commerces traditionnels ;

- **transformation des zones commerciales** : la France compte entre 1.500 et 1.800 zones commerciales périphériques, construites depuis les années 1960, qui restent au cœur de la consommation des Français et répondent ainsi à un besoin économique et social[36]. Les mutations profondes du secteur du commerce, l'évolution des enjeux territoriaux et les préoccupations environnementales entraînent toutefois une refonte de l'offre, comme en atteste la mise en place par l'État d'un dispositif expérimental de plan de transformation des zones commerciales, qui devrait alimenter les futurs projets de restructuration[37].

Le positionnement des foncières peut être apprécié sur la base de critères géographiques et sectoriels. L'environnement concurrentiel du Groupe est ainsi composé de grandes sociétés foncières cotées, d'envergure nationale ou internationale, spécialisées en immobilier de commerce. Unibail-Rodamco-Westfield, Klépierre, Altarea [38] et Mercialys font partie des foncières cotées présentant un portefeuille avec une forte exposition sur des actifs de commerce, localisés en France et à l'international[39]. Le Groupe est également en concurrence avec d'autres acteurs, tels que des foncières adossées à des groupes de distribution, des foncières patrimoniales de plus petite taille, et des fonds ou autres véhicules investissant sur le marché immobilier.

---

[35] Les centres commerciaux régionaux présentent une surface GLA supérieure à 40.000 m² et/ou totalisent au moins 80 magasins et services. Les centres super-régionaux ont une surface GLA supérieure à 80.000 m² et/ou comptent plus de 150 magasins et services.

[36] Le gouvernement estime à environ 70% la quote-part des dépenses dans le commerce physique effectuées par les Français dans les zones commerciales périurbaines.

[37] Le plan de transformation vise notamment à concentrer l'activité de commerce sur des espaces plus limités tout en favorisant la mixité d'usages avec une approche architecturale, urbanistique et paysagère innovante et des modes de construction et d'exploitation durables.

[38] Le groupe Altarea est présent sur l'ensemble de la chaîne immobilière comme promoteur, investisseur et gestionnaire d'actifs pour compte de tiers. Ses activités de promotion immobilière sur les segments résidentiel et bureaux contribuent de manière significative à ses résultats.

[39] D'autres acteurs majeurs cotés de l'immobilier commercial, tels que Gecina, Covivio ou Icade, sont davantage exposés aux secteurs résidentiels et des bureaux.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

L'environnement concurrentiel peut également être examiné au regard des stratégies d'investissement et du profil des actifs ciblés. L'INREV[40] distingue les catégories d'actifs suivantes :

- **« Core »** : actifs stabilisés, qui génèrent des loyers immédiats et stables avec un taux de vacance nul ou très faible[41] et qui ne nécessitent pas de rénovations significatives. Les actifs Core sont notamment recherchés par les investisseurs institutionnels ayant une aversion au risque du fait d'objectifs de distribution nécessitant un rendement régulier, au détriment des perspectives de plus-value ;

- **« Value-added » :** actifs présentant un potentiel d'accroissement de valeur, pouvant être capté au travers des efforts de rénovation pour améliorer le niveau de prestations, un changement d'usage et/ou une rotation des locataires ;

- **« Opportunity »** : actifs ciblés par des investisseurs opportunistes en vue de réaliser d'importantes plus-values, nécessitant au préalable des travaux de restructuration ou de construction conséquents. En raison de l'absence de revenu locatif sécurisé et d'une grande volatilité des performances attendues, ces actifs présentent un risque d'investissement élevé.

Les foncières leaders sur le marché présentent généralement un patrimoine immobilier composé en grande partie d'actifs Core, tandis que des acteurs de plus petite taille (foncières patrimoniales ou pure players), tels que MRM, cherchent à mettre à profit leur expertise en se positionnant sur des actifs Value-added, qui impliquent une gestion active du portefeuille et des frais de structure plus conséquents. La Société n'est pas directement confrontée à la concurrence des fonds d'investissement opportunistes, dont l'approche spéculative relève d'une logique économique différente.

2.3. Analyse du patrimoine et des performances du Groupe

Les données présentées ci-après sont issues des comptes consolidés publiés par la Société.

Nous analysons successivement la structure bilancielle du Groupe (§ 2.3.1), ses performances historique (§ 2.3.2) ainsi que l'évolution de ses capitaux propres comptables (§ 2.3.3) et de son actif net réévalué (§ 2.3.4) depuis 2020.

2.3.1. Structure bilancielle historique

La structure bilancielle du Groupe a évolué comme suit :

Bilan simplifié

M€	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23	juin-24
Immeubles de placement	161,0	162,0	244,9	235,5	227,8
Actifs détenus en vue de la vente	-	-	-	-	7,0
BFR	1,3	1,9	2,6	4,1	2,5
Dette financière nette	(68,5)	(66,6)	(108,6)	(116,5)	(119,2)
Autres	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Actif net comptable	**93,9**	**97,4**	**139,0**	**123,2**	**118,2**

Source : Société, analyses Ledouble

[40] *European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles.*
[41] Grâce à des emplacements *premium* et/ou à des locataires considérés comme sûrs, qui ont signé des baux fermes à long terme, permettant de sécuriser des revenus locatifs récurrents.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Le patrimoine du Groupe est essentiellement composé des immeubles de placement (§ 2.3.1.1) et des actifs et passifs nécessaires à son financement (§ 2.3.1.2).

2.3.1.1. *Immeubles de placement*

En application des modèles d'évaluation proposés par la norme IAS 40 « Immeubles de placement » et conformément aux recommandations de l'*European Public Real Estate Association* (« **EPRA** »), le Groupe a opté pour la méthode de la juste valeur en tant que méthode permanente et valorise les immeubles de placement à leur juste valeur, toute variation étant comptabilisée en résultat.

La juste valeur retenue pour l'ensemble des immeubles de placement du Groupe est la valeur hors droits déterminée par un expert[42] (l'« **Expert Immobilier** ») qui valorise le patrimoine du Groupe au 30 juin et au 31 décembre de chaque année.

Au-delà des variations annuelles de juste valeur résultant de la revalorisation pluriannuelle du patrimoine, la juste valeur des immeubles de placement a essentiellement varié en 2022[43] à la suite de l'acquisition des centres commerciaux de Flins et d'Ollioules.

Au 30 juin 2024, le Groupe a reclassé à son bilan les actifs de jardinerie destinés à être cédés pour une valeur de 7,0 M€. Les cessions de ces actifs exploités par l'enseigne Gamm Vert ont été finalisées pour ce montant en juillet et septembre 2024 .

2.3.1.2. *Structure financière*

La structure financière du Groupe a évolué comme suit :

Évolution de l'endettement financier net du Groupe

M€	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23	juin-24
Dettes auprès des établissements de crédit	76,8	74,4	116,7	118,7	118,3
(Trésorerie et équivalents de trésorerie)	(10,2)	(9,7)	(10,0)	(6,0)	(2,6)
Dette bancaire nette	**66,6**	**64,7**	**106,7**	**112,6**	**115,6**
Autres passifs financiers	1,8	1,9	4,9	5,1	8,3
(Instruments financiers dérivés)	-	(0,1)	(2,9)	(1,3)	(4,8)
Dette financière nette ajustée	**68,5**	**66,6**	**108,6**	**116,5**	**119,2**

Source : Société, analyses Ledouble

Le Groupe communique son ratio d'endettement net par référence à sa dette bancaire nette[44] et à la juste valeur de son patrimoine exprimée hors droits. Au 30 juin 2024, son ratio d'endettement net s'établissait à 49,3%[45], étant précisé que le Groupe n'a pas d'échéance significative de remboursement avant fin 2028.

Les emprunts bancaires sont rémunérés à taux variable ; le Groupe se couvre contre le risque de hausse des taux en souscrivant à des *caps*, dont la juste valeur est inscrite à l'actif du bilan.

---

[42] BNP Paribas Real Estate Valuation.
[43] Pour mémoire, le résultat net de cession de 0,4 M€ enregistré par le Groupe en 2020 correspondait à la libération d'une fraction du prix de vente de l'immeuble Urban cédé en 2019, qui avait été placé sous séquestre. En 2021, le Groupe a cédé deux actifs non stratégiques du sous-portefeuille Gamm Vert acquis en 2007.
[44] La dette financière nette présentée *supra* diffère ainsi du montant communiqué par la Société.
[45] Dette bancaire nette (115,6 M€) / [Juste valeur des immeubles de placement (227,8 M€) + actifs détenus en vue de la vente (7,0 M€)].

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Les autres passifs financiers intègrent par ailleurs les intérêts courus non échus, les dépôts de garantie reçus ainsi que les primes restant à payer au titre des contrats de couverture.

2.3.2. Résultat opérationnel avant cessions et variation de juste valeur des immeubles

Le résultat opérationnel, avant cession et variation de juste valeur des immeubles, a évolué comme suit :

Résultat opérationnel des activités locatives

M€	déc.-20 12 mois	déc.-21 12 mois	déc.-22 12 mois	déc.-23 12 mois	juin-23 6 mois	juin-24 6 mois
Revenus locatifs bruts	9,5	9,7	10,2	15,2	7,7	7,7
Charges immobilières non récupérées	(1,8)	(1,8)	(2,1)	(2,5)	(1,5)	(1,9)
Revenus locatifs nets	**7,7**	**8,0**	**8,1**	**12,7**	**6,2**	**5,8**
% variation	*4,3%*	*3,9%*	*2,4%*	*55,7%*	*n.a.*	*(6,0%)*
Charges d'exploitation	(2,3)	(2,5)	(2,4)	(3,0)	(1,6)	(1,5)
Dotations nettes aux amortissements et provisions	0,6	(0,9)	0,8	(0,5)	(0,0)	(0,4)
Autres produits et charges opérationnels	(2,2)	(0,1)	(1,1)	(0,6)	(0,4)	(0,3)
Résultat opérationnel avant cessions et variation de juste valeur des immeubles	**3,8**	**4,5**	**5,4**	**8,5**	**4,1**	**3,5**

Source : Société, analyses Ledouble

En 2020, en dépit de la hausse des revenus locatifs nets et de la baisse des charges d'exploitation, les résultats ont été affectés par les mesures de soutien aux locataires contraints de fermer leur magasin ou dont l'activité a été fortement dégradée pendant les périodes de confinement[46].

En 2021, le Groupe a enregistré une activité locative soutenue et achevé le programme de transformation du centre commercial Valentin à Besançon. La progression des revenus locatifs nets, sous l'effet essentiellement d'une hausse des taux d'occupation[47], s'est traduite par une amélioration de la rentabilité des activités locatives.

L'exercice 2022 a été marqué par l'acquisition structurante réalisée auprès d'Altarea, les deux centres commerciaux de Flins et d'Ollioules ayant été intégrés dans le patrimoine et consolidés dans les comptes de MRM à partir du mois de novembre. Le Groupe a également poursuivi la commercialisation du centre commercial Valentin et signé de nouveaux baux, améliorant ainsi les taux d'occupation sur son portefeuille historique. À périmètre comparable, le Groupe a toutefois enregistré des revenus locatifs stables, la vacance temporaire au sein de l'ensemble mixte Carré Vélizy compensant la prise d'effet des nouveaux baux et l'impact de l'indexation.

En 2023, la hausse significative des revenus locatifs résulte essentiellement de l'impact en année pleine de l'intégration des centres commerciaux de Flins et d'Ollioules. À périmètre comparable, les revenus locatifs bruts ont légèrement progressé (+0,7%), sous l'effet positif de l'indexation compensé en partie par la rotation des locataires au sein du portefeuille historique.

Sur le premier semestre 2024, l'impact positif de l'indexation et les prises d'effet des nouveaux baux n'ont pas totalement compensé l'impact des surfaces libérées, qui entraîne une baisse

[46] Les autres charges opérationnelles comptabilisées par le Groupe en 2020 incluent à ce titre des abandons de loyers et des pertes sur créances irrécouvrables.
[47] Grâce aux nouveaux baux signés par le Groupe en 2020 et en 2021.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

des revenus locatifs bruts (-0,4%[48]) et une progression des charges immobilières non récupérées, affectant la rentabilité des activités locatives.

2.3.3. Évolution des capitaux propres comptables

L'évolution de l'actif net comptable consolidé (l'« **ANC** ») s'analyse comme suit :

Évolution de l'actif net comptable

M€	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23	juin-24
Actif net comptable à l'ouverture	**101,1**	**93,9**	**97,4**	**139,0**	**123,2**
Résultat opérationnel lié aux activités locatives	3,8	4,5	5,4	8,5	3,5
Variation de la juste valeur des immeubles	(10,0)	2,6	(8,8)	(12,0)	(1,8)
Résultat de cession des éléments de l'actif	0,4	0,5	-	-	-
Coût de l'endettement financier	(1,2)	(1,2)	(1,8)	(4,6)	(2,5)
Autres produits et charges financiers	(0,2)	(0,8)	1,5	(2,0)	(0,2)
Augmentation de capital	-	-	49,1	-	-
Dividendes versés	-	(2,2)	(3,9)	(5,8)	(4,2)
Actif net comptable à la clôture	**93,9**	**97,4**	**139,0**	**123,2**	**118,2**

Source : Société, analyses Ledouble

La variation de l'actif net comptable entre le 1er janvier 2020 et le 30 juin 2024 (+17,2 M€) résulte :

- des résultats opérationnels avant cession et variation de juste valeur des immeubles (+25,8 M€) (§ 2.3.2) ;
- de la variation négative de la juste valeur des immeubles (-29,9 M€), résultant notamment de la hausse des taux de capitalisation retenus par les experts immobiliers en 2020 et en 2023 et de la charge liée aux droits de mutation et aux frais d'acquisition des centres de Flins et d'Ollioules en 2022 ;
- des résultats de cession des éléments de l'actif (+0,9 M€) ;
- du coût de l'endettement financier (-11,3 M€), en progression sur la période du fait de l'augmentation de la dette bancaire nette et de la hausse des taux d'intérêt ;
- des autres produits et charges financiers (-1,5 M€), intégrant la variation de la juste valeur des instruments de couverture ;
- des augmentations de capital (+49,1 M€[49]) réalisées en 2022 pour financer les acquisitions auprès d'Altarea, à un prix unitaire égal à l'ANR de reconstitution par Action de MRM au 30 juin 2022 ;
- des distributions de dividendes aux actionnaires (-16,0 M€).

[48] Par rapport à la même période de 2023.
[49] Montant net de frais.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

2.3.4. Actif net réévalué

Conformément aux recommandations de l'EPRA, la Société publie les indicateurs d'actif net réévalué (« **ANR** ») suivants[50] :

- **ANR EPRA NDV** : cet indicateur, dont le calcul est basé sur un scénario de cession, est déterminé hors droits et intègre l'ensemble des actifs et passifs financiers figurant au bilan, à leur juste valeur[51]. L'EPRA rappelle qu'il ne peut être assimilé à un ANR de liquidation, les justes valeurs différant des valeurs de liquidation dans de nombreux cas ;

- **ANR EPRA NTA** : le calcul de l'ANR EPRA NTA postule que l'entité achète et vend des actifs et exclut par conséquent les droits de mutation, sauf dans le cas où l'entité opte pour l'ajustement prévu par l'EPRA au titre de l'optimisation des droits[52]. Cet indicateur exclut la juste valeur des instruments dérivés détenus à des fins de couverture, dès lors que l'entité a l'intention de conserver sa position jusqu'à la fin de la durée contractuelle ;

- **ANR EPRA NRV** : cet indicateur vise à traduire la valeur de reconstitution du patrimoine et intègre par conséquent les droits de mutation. L'EPRA souligne que l'ANR EPRA NRV reflète une valeur à long-terme et suppose que l'entité ne vend jamais ses actifs. Dès lors, son calcul exclut les actifs et les passifs qui ne sont pas censés se cristalliser dans des circonstances normales, tels que les mouvements de la juste valeur des instruments dérivés financiers.

Nous présentons, ci-après, les ANR EPRA publiés historiquement par la Société, déterminés à partir de l'ANC[53] :

ANR EPRA publiés par la Société

M€	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23	juin-24
Actif net comptable	**93,9**	**97,4**	**139,0**	**123,2**	**118,2**
Réévaluation de la dette à taux fixe	(0,8)	-	-	-	-
ANR EPRA NDV	**93,1**	**97,4**	**139,0**	**123,2**	**118,2**
Neutralisation réévaluation de la dette à taux fixe	0,8	-	-	-	-
Neutralisation juste valeur des instruments dérivés	-	(0,1)	(2,9)	(1,3)	(4,8)
ANR EPRA NTA	**93,9**	**97,3**	**136,0**	**121,9**	**113,4**
Droits d'enregistrement sur la juste valeur des immeubles	10,6	10,7	16,8	16,2	16,9
ANR EPRA NRV	**104,5**	**108,0**	**152,8**	**138,1**	**130,3**

Source : Société, analyses Ledouble

Compte tenu des modalités de calcul des indicateurs EPRA et des retraitements opérés par la Société :

- l'ANR EPRA NDV est égal à l'ANC[54] ;

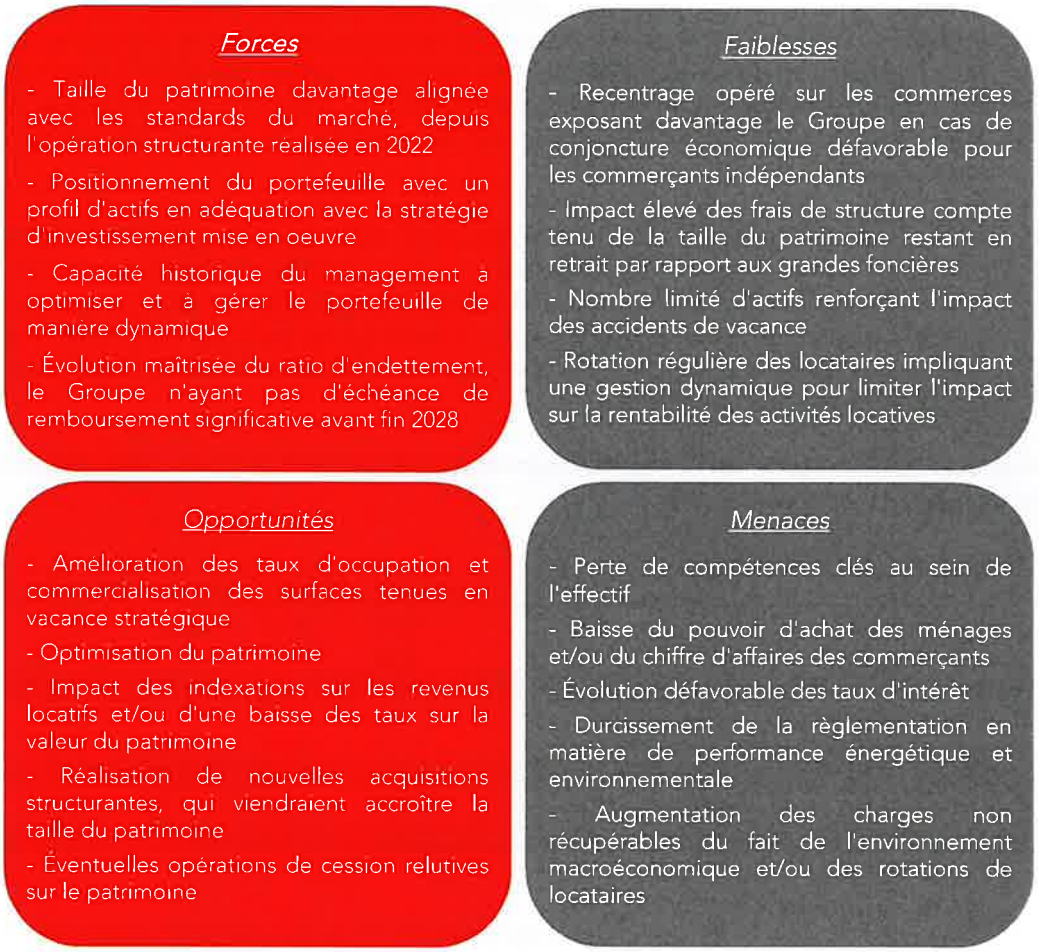
[50] En application des recommandations du guide des *best practices* de l'EPRA, les sociétés foncières qui se réfèrent aux ANR EPRA doivent publier les trois indicateurs et les réconcilier avec le référentiel IFRS, à partir des capitaux propres part du groupe.
[51] Juste valeur nette, le cas échéant, des actifs et passifs d'impôt différé associés.
[52] Les foncières peuvent, sur option, inclure la valeur de certains droits si elles sont en mesure de démontrer raisonnablement leur capacité à les optimiser, en se référant par exemple aux droits de mutation réellement supportés sur les transactions historiques. MRM n'effectue pas d'ajustement au titre de l'optimisation des droits.
[53] Nous avons examiné ci-avant l'évolution de l'actif net comptable sous-tendant le calcul des ANR EPRA (§ 2.3.3).
[54] Pour mémoire, l'ANR EPRA NDV intégrait en 2020 l'impact de la réévaluation de la dette à taux fixe. La totalité des emprunts bancaires souscrits par le Groupe sont désormais rémunérés à taux variable.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

- l'ANR EPRA NTA et l'ANR EPRA NRV excluent la juste valeur des instruments dérivés souscrits par le Groupe à des fins de couverture ;
- l'ANR EPRA NRV intègre les droits d'enregistrement sur la juste valeur des immeubles.

2.4. Matrice SWOT

La matrice SWOT, présentée ci-dessous, résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté dans son environnement :



Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

3. Évaluation Multicritère

Nous avons mis en œuvre une Évaluation Multicritère du Groupe et de l'Action dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 3.1) ;
- les références et méthodes d'évaluation écartées (§ 3.2) ;
- les références et méthodes d'évaluation retenues (§ 3.3) ;
- notre analyse du positionnement du Prix de l'Offre par rapport aux précédentes offres publiques ayant visé le capital de sociétés foncières (§ 3.4).

La synthèse de la valeur de l'Action restitue l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère et notre appréciation des primes ou des décotes induites par le Prix de l'Offre (§ 3.5).

3.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

3.1.1. Référentiel comptable

MRM établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS).

Les comptes consolidés et les comptes annuels de MRM au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2023 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

Les comptes consolidés intermédiaires relatifs à la période du 1er janvier au 30 juin 2024 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes qui ont formulé une conclusion sans réserve.

3.1.2. Date de l'Évaluation Multicritère

L'Évaluation Multicritère est réalisée à la date d'émission du Rapport.

Les données de marché ont été arrêtées au 31 octobre 2024 ; nous nous sommes en outre assurés, jusqu'à la date d'émission du Rapport, que leur évolution n'était pas susceptible d'avoir une incidence significative sur nos paramètres d'évaluation et les résultats de l'Évaluation Multicritère.

Nous nous référons, pour le calcul du nombre d'Actions et de la dette financière nette ajustée, aux états financiers consolidés au 30 juin 2024[55].

[55] Nous tenons toutefois compte des évènements intervenus depuis cette date.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

3.1.3. Nombre d'Actions

Le calcul des valeurs unitaires de l'Action a été réalisé sur la base de 3.201.285 Actions, correspondant au nombre total d'Actions en circulation au 30 juin 2024, hors auto-détention :

Nombre d'Actions

Catégories	Nombre
Actions émises	3 209 532
(Actions auto-détenues)	(8 247)
Total	**3 201 285**

Source : Société, analyses Ledouble

Nous n'avons pas tenu compte de l'impact potentiellement dilutif des Actions Gratuites restant à attribuer à la date d'annonce de l'Offre, compte tenu de leur poids marginal (§ 5.2).

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

La valorisation intrinsèque selon la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (« DCF ») intègre, dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe, la dette financière nette ajustée comme suit :

Dette financière nette ajustée

M€	
Dette auprès des établissements de crédit	118,3
(Trésorerie et équivalents trésorerie)	(2,6)
Dette bancaire nette au 30 juin 2024	**115,6**
Autres passifs financiers	8,3
(Instruments dérivés actifs)	(4,8)
Dette financière nette au 30 juin 2024	**119,2**
Variation de la juste valeur des instruments dérivés sur Q3 2024	1,9
Dette financière nette ajustée	**121,0**

Source : Société, analyses Ledouble

La dette financière nette ajustée, égale à **121,0 M€**, correspond :

- à la dette bancaire nette au 30 juin 2024 (115,6 M€) ;
- majorée des autres passifs financiers (8,3 M€) et minorée de la juste valeur des instruments dérivés au 30 juin 2024 (4,8 M€) ;
- retraitée pour tenir compte de la baisse de la juste valeur des instruments dérivés entre le 30 juin 2024 et le 30 septembre 2024 (1,9 M€[56]).

[56] Montant non audité, estimé sur la base des valorisations *mark-to-market* au 30 septembre 2024 réalisées par les établissements bancaires avec lesquels la Société a conclu les contrats de couverture.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

3.1.5. Impact des synergies

L'Initiateur attend des synergies liées :

- à l'économie des coûts de cotation en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, à l'issue de la radiation des Actions du marché Euronext Paris ;
- aux économies de charges courantes susceptibles d'être réalisées du fait des éventuelles réorganisations juridiques pouvant être menées par l'Initiateur.

A contrario, la sortie du statut SIIC et la soumission des résultats futurs de MRM à l'impôt sur les sociétés peuvent être assimilées à des dissynergies diminuant sa capacité distributive.

Bien que les références et les méthodes d'évaluation retenues n'intègrent pas les synergies, positives et négatives, attendues par l'Initiateur, nous en avons examiné l'impact potentiel[57] et en avons tenu compte dans notre appréciation du positionnement du Prix de l'Offre.

3.2. Références et méthodes d'évaluation écartées

3.2.1. Actualisation des dividendes prévisionnels

En l'absence de prévisions de distribution de dividendes, dont les montants sont conditionnés notamment par les rotations d'actifs qui ne peuvent être anticipées de manière fiable par la Société, la méthode de valorisation de l'Action par l'actualisation des dividendes n'a pu être mise en œuvre.

Nous avons toutefois évalué MRM selon la méthode DCF fondée sur un scénario de continuité d'exploitation du portefeuille actuel, intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes à long terme (§ 3.3.4).

3.2.2. Valorisation analogique par les multiples de transactions comparables

L'évaluation analogique par référence à des transactions privées portant sur des foncières détenant un portefeuille immobilier comparable a été écartée en l'absence de données suffisantes permettant la constitution d'un échantillon pertinent.

En revanche, nous avons examiné les primes et décotes observées dans le cadre des offres publiques réalisées au cours de la dernière décennie, et ayant visé le capital de sociétés foncières (§ 3.4).

3.3. Références et méthodes d'évaluation retenues

Pour apprécier le Prix de l'Offre, nous avons :

- analysé les références boursières (§ 3.3.1) et les modalités des opérations intervenues récemment sur le capital de la Société (§ 3.3.2) ;
- examiné les références à l'ANR de la Société (§ 3.3.3) ;

[57] Sur la base notamment des chiffrages qui nous ont été communiqués à titre confidentiel par la Société et l'Initiateur, nous estimons que la valeur actuelle des synergies positives (*i.e.* sans prise en compte des dissynergies) est comprise entre 3 € et 4 € par Action.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

- valorisé l'Action selon une approche intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 3.3.4) et une approche analogique par référence aux multiples boursiers (§ 3.3.5).

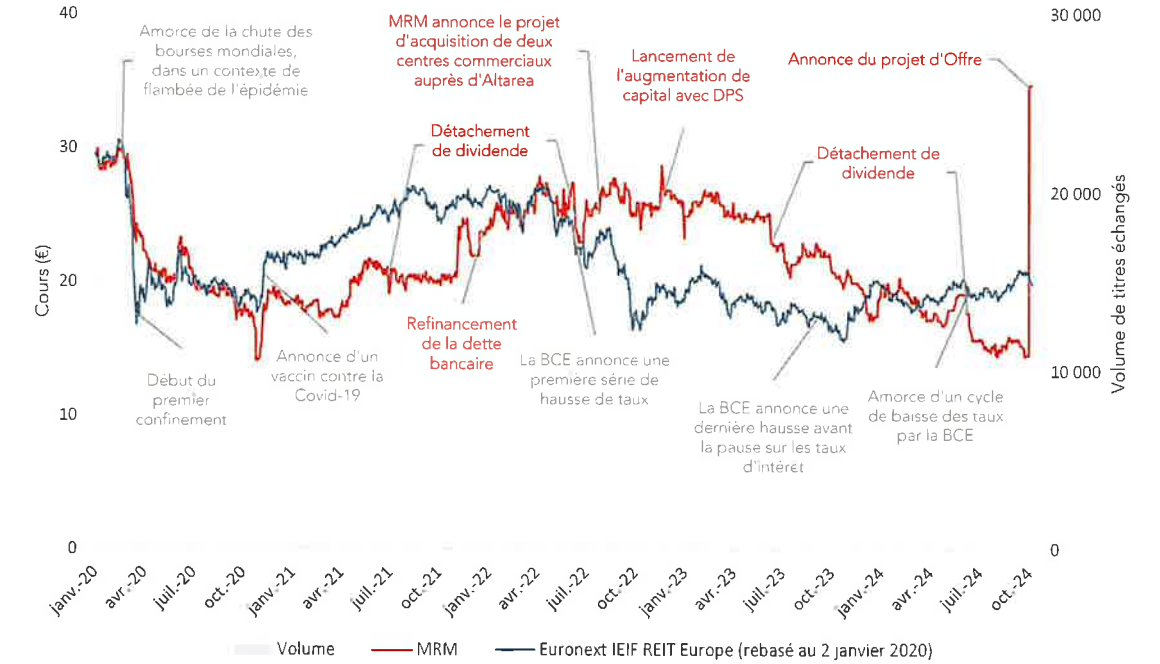
3.3.1. Références boursières

3.3.1.1. Analyse du cours de bourse de l'Action

L'Action est cotée sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment C)[58].

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de l'Action depuis le 1er janvier 2020, parallèlement à celle de l'indice Euronext IEIF REIT Europe[59] (l'« **Indice de Référence** ») :

Analyse du cours de bourse de l'Action



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Plusieurs phases se dégagent sur cette période :

- les mesures de restriction sanitaire mises en place dans le contexte de la pandémie ont affecté l'ensemble du secteur immobilier et en particulier l'activité des foncières dont le patrimoine était investi dans des centres commerciaux. Au cours de l'exercice 2020, le cours de l'Action, qui a été corrélé à l'Indice de Référence, a enregistré une baisse de 37% ;

[58] Sous le code ISIN FR00140085W6 ; mnémonique : MRM.

[59] Indice dédié aux sociétés immobilières cotées sur les marchés réglementés européens qui ont opté pour un régime de transparence fiscale (structure REIT). L'indice comprend notamment des sociétés immobilières admises à la cotation sur Euronext Paris qui ont opté pour le régime SIIC avec un flottant minimum de 20% et une capitalisation boursière égale à au moins 0,4% de la capitalisation boursière totale des sociétés éligibles.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

- en dépit de la situation sanitaire toujours sensible, la levée progressive des restrictions sanitaires a permis au Groupe de renouer en 2021 avec une activité locative soutenue, et une performance boursière comparable à celle de l'Indice de Référence[60]. En décembre 2021, la Société annonce avoir refinancé l'intégralité de sa dette bancaire, dont une partie du nominal est couverte contre le risque de hausse des taux ;

- dans un contexte inflationniste, la Banque centrale européenne (BCE) annonce en juin 2022 une première série de hausse de ses taux directeurs. Les hausses successives qui sont appliquées au cours du second semestre 2022[61] ont une incidence significative sur les entreprises du secteur, en particulier pour les foncières les plus endettées, se traduisant par une baisse d'environ 25% de l'Indice de Référence entre début juin et fin décembre. Sur cette même période, la Société annonce le projet d'acquisition structurante auprès d'Altarea qu'elle finalise en fin d'année et son Action surperforme l'Indice de Référence en enregistrant une progression de 9%[62] ;

- en 2023, les foncières affichent dans l'ensemble une hausse de leurs revenus locatifs, confirmant leur capacité à répercuter en partie l'indexation sur les locataires, mais une diminution de la valeur de leur patrimoine à périmètre constant, avec une baisse des volumes et une hausse des taux des rendement immobiliers, en particulier visible pour les foncières de bureaux. Sur les trois premiers trimestres, l'Indice de Référence enregistre une baisse de 10%, dans un contexte de marché toujours affecté par la hausse des taux[63]. Au cours du mois de septembre, la BCE annonce une dernière hausse de ses taux directeurs, en précisant qu'un plafond a désormais été atteint. Les entreprises du secteur bénéficient de la stabilisation des taux d'intérêt, l'Indice de Référence progressant de près de 20% sur le dernier trimestre. Le cours de l'Action, dont l'évolution est décorrélée de celle du marché sur le dernier trimestre 2023, sous-performe l'Indice de Référence en 2023 en enregistrant une baisse de 23%[64] ;

- au cours des trois premiers trimestres de l'année 2024[65], l'Indice de Référence affiche une performance en demi-teinte. La hausse des revenus locatifs enregistrée par plusieurs foncières et les baisses des taux directeurs décidées par la BCE en juin et en septembre contribuent à soutenir les performances des foncières, qui restent toutefois contrastées. Malgré une activité locative soutenue, le Groupe enregistre sur le premier semestre des loyers nets en baisse, affectés par les surfaces libérées sur la période. Le cours de l'Action sous-performe l'Indice de Référence et clôture à **14,6 €** avant l'annonce de l'Offre (§ 3.3.1.3).

Au-delà des principaux indicateurs macro-économiques et des évènements marquants relatés ci-avant, nous relevons que la liquidité restreinte de l'Action est de nature à entraîner des variations sensibles du cours de l'Action, en fonction des ordres d'achat et de vente exécutés à un instant donné.

---

[60] Fin 2021, le cours de l'Action s'établit à un niveau proche de celui de l'Indice de Référence rebasé au 2 janvier 2020.
[61] Hausse des trois taux directeurs de 50 points de base le 27 juillet 2022, de 75 points de base le 14 septembre 2022, de 75 points de base le 2 novembre 2022 et de 50 points de base le 21 décembre 2022.
[62] Entre début juin et fin décembre 2022.
[63] La BCE ajuste à six reprises ses taux directeurs, entraînant une hausse totale de 200 points de base entre le 8 février 2023 et le 20 septembre 2023.
[64] Entre le CMPV du 30 décembre 2022 et le CMPV du 29 décembre 2023.
[65] Période antérieure à l'annonce du projet d'Offre.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Nous présentons, ci-après, la rotation de l'Action, exprimée par rapport au flottant sur les douze derniers mois :

Rotation de l'Action

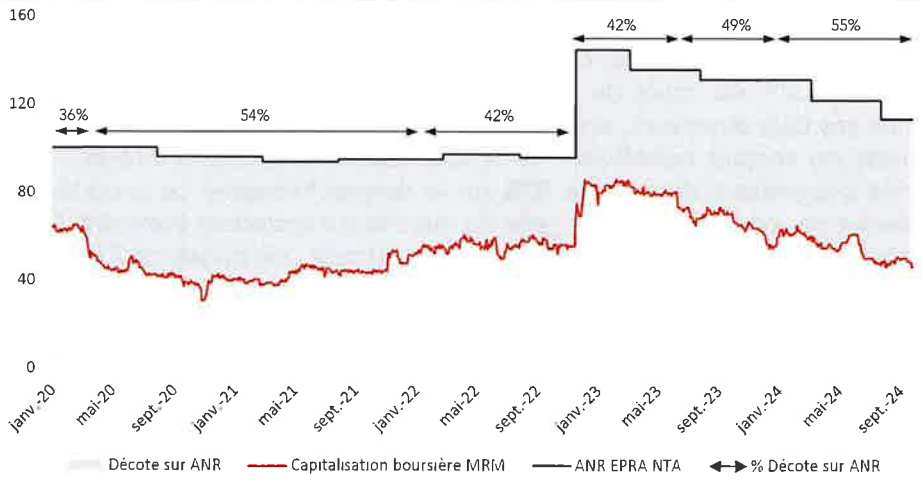
En milliers et %	26-sept.-24
Volume échangé 12 mois	108,4
Flottant	874,7
Rotation du flottant (%)	**12,4%**

Source : Bloomberg, S&P Capital IQ, analyses Ledouble

3.3.1.2. Décote historique de la capitalisation boursière sur l'ANR

Nous présentons, ci-après, l'évolution de la décote moyenne observée entre la capitalisation boursière de la Société et son ANR EPRA NTA publié depuis le 1er janvier 2020[66] :

Évolution de la décote de la capitalisation boursière sur l'ANR



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Sur la période examinée, le niveau le plus bas de décote est observé sur les deux premiers mois de l'année 2020, avant les effets de la crise sanitaire et dans un contexte où le taux directeur fixé par la BCE pour les opérations principales de refinancement était nul.

La décote a ensuite oscillé entre 40% et 60%. La sous-performance du cours de l'Action sur les neuf premiers mois de l'année 2024 se traduit par un niveau de décote qui se positionne dans le haut de la fourchette observée historiquement.

[66] Nous avons retraité l'ANR publié par la Société à fin juin 2022 pour tenir compte de l'impact de l'augmentation de capital intervenue sur le second semestre 2022 (§ 3.3.2.1).

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

3.3.1.3. *CMPV de l'Action*

Les cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** ») de l'Action, au cours des douze mois précédant l'annonce de l'Offre, se présentent comme suit :

CMPV de l'Action	
€	
Spot - 26 septembre 2024	14,60
20 séances	15,04
60 séances	15,17
120 séances	16,60
180 séances	17,17
250 séances	17,64
Plus bas 12 mois	**14,50**
Plus haut 12 mois	**22,20**

Source : Bloomberg

3.3.1.4. *Cours cible des analystes*

À notre connaissance, l'Action fait l'objet d'un suivi par un seul analyste[67].

Le dernier cours cible publié par l'analyste avant l'annonce de l'Offre s'établissait à **19,7 €**[68].

3.3.2. Opérations récentes sur le capital de la Société

3.3.2.1. *Augmentations de capital réalisées en 2022*

Les augmentations de capital réalisées en 2022[69] pour financer les acquisitions auprès d'Altarea (les « **Augmentations de Capital 2022** ») ont été réalisées sur la base d'un prix de souscription de 48,92 €, correspondant à l'ANR NRV de la Société au 30 juin 2022.

Nous relevons que :

- la référence à l'ANR NRV dans le cadre de l'augmentation de capital en nature réservée à Altarea pouvait se justifier par l'impact des droits de mutation devant être financés par la Société dans le cadre de cette opération, étant précisé que le contexte de l'Offre est différent ;

- l'augmentation de capital avec maintien du DPS, réalisée au même prix, a été souscrite en quasi-totalité[70] par SCOR et Altarea, compte tenu notamment de la valeur théorique nulle du DPS[71] ;

[67] Invest Securities.
[68] Cours cible publié en date du 2 août 2024.
[69] Augmentation de capital en nature réalisée en rémunération de l'apport Altarea (21 M€) et augmentation de capital en numéraire avec maintien du droit préférentiel de souscription (« **DPS** ») proposée aux actionnaires de la Société (29 M€).
[70] À notre connaissance, 2.250 actions ont été souscrites par des actionnaires au porteur, soit environ 0,4% des actions nouvelles émises dans le cadre de l'augmentation de capital avec maintien de DPS.
[71] Le prix de souscription étant supérieur au cours de bourse de la Société avant annonce de l'opération et à la valeur théorique de l'action ex-droit.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

- l'ANR NRV de la Société a diminué depuis de manière significative (§ 3.3.3), du fait notamment de la variation des taux de capitalisation dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, et des dividendes versés.

Compte tenu de ce qui précède, nous considérons que la référence aux Augmentations de Capital 2022 n'est plus pertinente pour apprécier le caractère équitable du Prix de l'Offre.

3.3.2.2. Acquisition de Bloc

L'Acquisition de Bloc, réalisée en date du 30 septembre 2024, concerne un bloc d'Actions représentant 15,9% du capital de la Société, et constitue une transaction de référence récente pour apprécier le Prix de l'Offre.

Elle a été réalisée à un prix de **30,0 €** par Action, inférieur au Prix de l'Offre, l'Initiateur ayant souhaité dissocier le prix proposé aux Actionnaires Minoritaires dans le cadre de l'Offre du fait de la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire.

3.3.3. Références à l'ANR

Nous avons examiné les ANR EPRA publiés historiquement par la Société, ainsi que les ANR EPRA estimés au 30 septembre 2024 sur la base :

- du dernier arrêté comptable trimestriel réalisé par la Société[72] ;
- des justes valeurs des immeubles estimées au 30 septembre 2024, l'Expert Immobilier ayant été mandaté par la Société, à notre demande, pour actualiser les valeurs ;
- des justes valeurs des instruments dérivés communiquées par les établissements bancaires au 30 septembre 2024.

Nous présentons, ci-après, les références aux ANR EPRA déterminées au 30 juin 2024 et estimées au 30 septembre 2024[73] :

ANR EPRA

M€	30-juin-24	30-sept.-24
Actif net comptable	**118,2**	**113,6**
ANR EPRA NDV	**118,2**	**113,6**
ANR EPRA NDV par Action (€)	**36,9 €**	**35,5 €**
Neutralisation juste valeur des instruments dérivés	(4,8)	(2,9)
ANR EPRA NTA	**113,4**	**110,6**
ANR EPRA NTA par Action (€)	**35,4 €**	**34,6 €**
Droits d'enregistrement sur la juste valeur des immeubles	16,9	16,2
ANR EPRA NRV	**130,3**	**126,9**
ANR EPRA NRV par Action (€)	**40,7 €**	**39,6 €**

Source : Société, analyses Ledouble

Malgré le résultat opérationnel positif comptabilisé sur le troisième trimestre 2024, les ANR EPRA estimés au 30 septembre 2024 sont en retrait par rapport au 30 juin 2024, du fait de la baisse de la juste valeur des immeubles, du coût de l'endettement et de la baisse de la juste valeur des instruments dérivés.

[72] Arrêté comptable au 30 septembre 2024 non audité.
[73] Montants au 30 septembre 2024 non audités.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Nous rappelons que ces valeurs, qui constituent des références clés pour apprécier la valeur du patrimoine du Groupe, excluent par construction l'impact négatif des frais de structure sur la valeur de l'Action ainsi que toute décote qui pourrait être observée dans un processus global de cession[74].

3.3.4. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flow* (DCF)

3.3.4.1. Rappel du principe de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise (la « **Valeur d'Entreprise** ») sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

À la différence de l'Expert Immobilier qui retient à l'issue des projections une valeur de sortie, notre calcul de la valeur terminale repose sur l'estimation, aux bornes du Groupe, d'un *cash-flow* libre durable selon un scénario de continuité d'exploitation.

La dette financière nette ajustée du Groupe est déduite de la Valeur d'Entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres.

3.3.4.2. Plan d'Affaires de la Direction

Nous avons exploité le plan d'affaires établi par la Direction et présenté au Conseil d'Administration[75] (le « **Plan d'Affaires** »). Les données prévisionnelles établies sur une période de 10 ans (la « **Période Explicite** »), en lien avec la durée contractuelle des baux, intègrent :

- les projections de *cash flow* immobilier pour chaque actif composant le patrimoine du Groupe ;
- les frais de structure et les autres charges non directement imputables aux actifs.

Le Plan d'Affaires repose sur les hypothèses clés suivantes :

- commercialisation des vacances stratégiques, amélioration du taux d'occupation et impact positif de l'indexation des loyers, contribuant à soutenir les revenus locatifs bruts et nets, dont le taux de croissance annuel moyen s'établit respectivement à 3,4% et 5,5% sur la Période Explicite ;
- réalisation de travaux et de dépenses pour un montant net[76] cumulé sur la Période Explicite représentant environ 8% de la juste valeur globale du portefeuille, soit une enveloppe annuelle inférieure à 1% ;
- croissance des frais de structure et des impayés identique à celle des loyers bruts.

[74] Les frais de structure sont inhérents à la gestion du patrimoine et/ou à un processus de cession du portefeuille actif par actif. La cession globale d'un portefeuille entraîne habituellement des décotes par rapport à la somme des justes valeurs individuelles des actifs qui le composent.
[75] Par voie de consultation écrite du 24 octobre au 29 octobre 2024.
[76] Après refacturations.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Nous relevons que les trajectoires du Plan d'Affaires sont globalement cohérentes avec les hypothèses retenues par l'Expert Immobilier pour les besoins de la mise en œuvre de la méthode DCF aux bornes de chacun des immeubles[77].

3.3.4.3. Hypothèses retenues pour le calcul de la valeur terminale

À partir des données prévisionnelles incluses dans le Plan d'Affaires et des informations complémentaires qui nous ont été transmises par la Direction, nous avons déterminé le flux normatif sous-tendant le calcul de la valeur terminale. Celui-ci repose sur :

- un montant brut des loyers supérieur à 20 M€ ;
- des charges non récupérées égales à 12% des loyers bruts, et intégrant l'incidence des abattements et franchises susceptibles d'être consentis lors des renouvellements de baux ou des rotations de locataires ;
- une enveloppe annuelle de travaux représentant environ 3% des loyers bruts, couvrant à la fois les besoins récurrents et les travaux réalisés ponctuellement (travaux de rénovation, dépenses d'aménagement en vue de l'installation d'un nouveau locataire,…) ;
- des frais de structure et des impayés représentant environ 20% des loyers bruts ;
- un cash-flow immobilier représentant globalement plus de 60% des loyers bruts.

3.3.4.4. Coût du capital

Nous avons déterminé le coût moyen pondéré du capital (« **WACC** ») à partir de la formule du MEDAF. Le taux d'actualisation a été calculé à partir des composants suivants :

- un taux sans risque de **3,0%** correspondant à la moyenne historique 3 mois des OAT 10 ans ;
- un beta moyen de l'actif économique de **0,60**[78] estimé à partir de notre échantillon de Comparables Boursiers (§ 3.3.5.1) ;
- une prime de risque du marché français estimée à **6,2%**[79] ;
- une prime de taille forfaitaire de **1,0%**, pour tenir compte du différentiel de taille entre le Groupe et :
  - les Comparables Boursiers à partir desquels le beta de l'actif économique a été estimé (§ 3.3.5.1) ;
  - les sociétés incluses dans l'indice CAC All Tradable à partir duquel la prime de risque du marché français a été estimée[80].

[77] Bien que l'Expert Immobilier prenne en compte les informations qui lui sont transmises par la Société, il apprécie lui-même certaines hypothèses, de sorte que les trajectoires modélisées diffèrent. Par ailleurs, l'Expert Immobilier valorise les immeubles et non pas l'entreprise dans son ensemble et exclut par conséquent les frais de structure.
[78] Beta désendetté moyen observé sur une période de 5 ans (source : Bloomberg).
[79] Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **9,2%**, la prime de risque du marché français, après déduction du taux sans risque de **3,0%**, s'établit à **6,2%**.
[80] Nous constatons, au sein de l'indice, que le rendement implicite des grandes capitalisations boursières est, en moyenne, sensiblement inférieur à celui des sociétés cotées présentant une plus faible capitalisation boursière.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Coût du capital

Composants	%
Taux sans risque	3,0%
Beta de l'actif économique	0,60
Rendement de marché	9,2%
Prime de risque	6,2%
Prime de taille	1,0%
Taux d'actualisation	**7,7%**

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Le coût moyen du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF ressort ainsi à **7,7%**[81].

3.3.4.5. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de 2,0%, tenant compte des perspectives d'inflation sur la zone euro, de manière homogène avec notre modèle interne de rendement de marché (§ 3.3.4.4)[82].

3.3.4.6. Synthèse de la valorisation DCF

Sur la base du Plan d'Affaires, nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées :

- du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini :

Analyse de la sensibilité de la valeur de l'Action (€)

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
-50 bp	21,1	18,5	16,1	13,9	11,9
-25 bp	23,0	**20,2**	**17,7**	**15,3**	13,2
-	25,0	**22,0**	**19,3**	**16,8**	14,5
+25 bp	27,3	**24,1**	**21,1**	**18,5**	16,0
+50 bp	29,8	26,3	23,1	20,2	17,6

- de la croissance des frais de structure et du taux d'impayés[83] :

Analyse de la sensibilité de la valeur de l'Action (€)

% impayés	Croissance frais de structure				
	-400 bp	-200 bp	-	+200 bp	+400 bp
+200 bp	20,7	19,1	17,3	15,2	12,8
+100 bp	21,7	**20,1**	**18,3**	**16,2**	13,8
-	22,7	**21,1**	**19,3**	**17,2**	14,8
-100 bp	23,7	**22,1**	**20,3**	**18,2**	15,8
-200 bp	24,7	23,1	21,3	19,2	16,7

[81] Notre estimation du coût du capital est quasiment identique à la moyenne des taux d'actualisation retenus par l'Expert Immobilier, selon une méthodologie alternative.
[82] La prise en compte d'une hypothèse d'inflation différente nous conduirait à ajuster en conséquence notre estimation du rendement de marché.
[83] Exprimé en pourcentage des loyers bruts.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

La valeur centrale de l'Action en DCF ressort à **19,3 €**, dans une fourchette de valeurs comprises entre **15,3 €** à **24,1 €**.

Nous relevons que :

- la valeur centrale de l'Action selon la méthode DCF extériorise une décote significative par rapport aux références EPRA de l'ANR[84], du fait essentiellement de l'impact des frais de structure pris en compte dans la Valeur d'Entreprise ;
- le poids de l'endettement financier net, qui s'intercale entre la Valeur d'Entreprise et la valeur des capitaux propres, accentue la sensibilité de la valeur de l'Action aux paramètres techniques et aux hypothèses opérationnelles retenus.

3.3.5. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de l'Action par référence aux décotes observées sur un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »).

3.3.5.1. Constitution de l'échantillon des Comparables Boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à MRM, en matière notamment de taille, de zones d'implantation, de stratégie d'investissement, de structure d'endettement et de rentabilité.

Nous avons toutefois constitué un panel composé de foncières françaises cotées ayant le statut SIIC, intervenant majoritairement sur le segment des actifs de commerce.

Les principales caractéristiques de notre échantillon de Comparables Boursiers sont présentées en **Annexe 8**. Nous en présentons, ci-après, les capitalisations boursières[85] :

Capitalisation boursière des Comparables Boursiers

Comparables Boursiers	Capitalisation boursière (Md€)
Unibail-Rodamco-Westfield	10,3
Klépierre	8,1
Carmila	2,5
Mercialys	1,1
Frey	0,9
Patrimoine et Commerce	0,3

Source : S&P Capital IQ

Au-delà des disparités pouvant être observées concernant leur modèle économique, nous soulignons que la plupart des Comparables Boursiers présentent une taille significativement supérieure à celle de la Société, impliquant un poids moindre des coûts de structure, ainsi qu'une meilleure liquidité de leurs titres.

[84] Décote égale à :
- 45,5% par rapport à l'ANR EPRA NTA au 30 juin 2024 et 47,7% par rapport à l'ANR EPRA NDV au 30 juin 2024 ;
- 44,1% par rapport à l'ANR EPRA NTA estimé au 30 septembre 2024 et 45,6% par rapport à l'ANR EPRA NDV estimé au 30 septembre 2024.

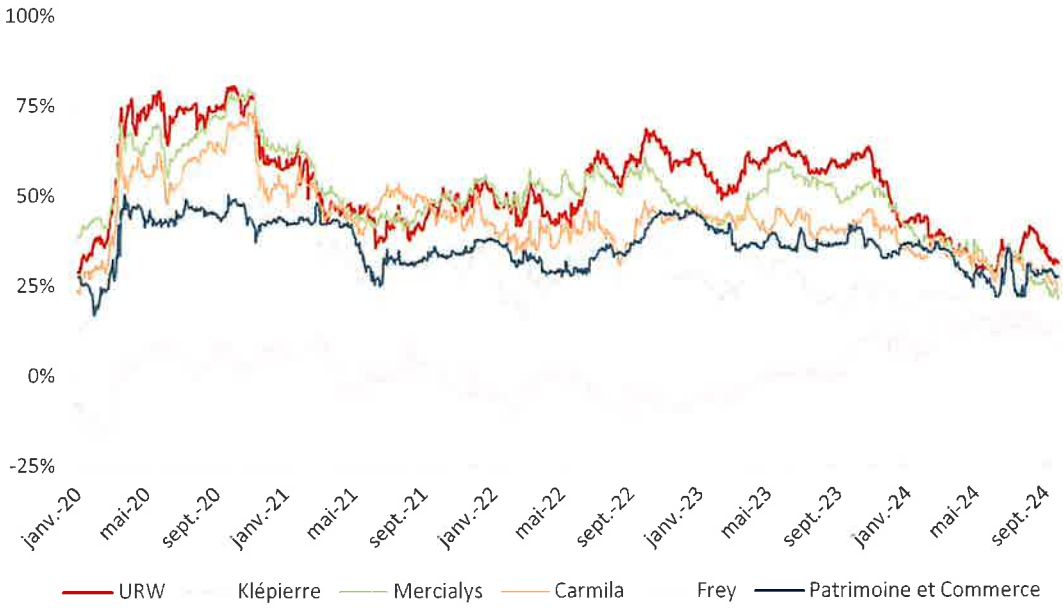
[85] En moyenne 3 mois.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

3.3.5.2. *Analyse des décotes historiques*

Nous présentons, ci-après, l'évolution des décotes observées entre le cours de bourse des Comparables Boursiers et leur ANR[86] depuis le 1er janvier 2020 :

Évolution des décotes d'ANR des Comparables Boursiers depuis 1er janvier 2020



Source : S&P Capital IQ, analyses Ledouble

Plusieurs phases se dégagent de cette période d'observation :

- début 2020, avant les effets de la crise sanitaire et dans un contexte de taux bas, la décote moyenne sur l'ANR observée au sein de l'échantillon s'établissait à environ 20%[87]. L'arrêt partiel de l'économie et la fermeture de nombreux commerces ont entraîné la chute du cours des foncières à partir de la fin du mois de février 2020, la décote moyenne au sein de l'échantillon se situant à près de 50% sur les trois derniers trimestres de l'année 2020, un niveau historiquement haut ;

- la levée progressive des restrictions sanitaires a eu pour conséquences une amélioration des performances boursières en 2021, et une baisse des décotes sur ANR, dont la moyenne s'établissait à environ 35% pour les Comparables Boursiers ;

- le niveau des décotes observées est remonté sur la deuxième partie de l'année 2022, du fait de la hausse des taux d'intérêt qui s'est répercutée plus rapidement et plus fortement sur les cours de bourse que sur les taux de rendement sous-tendant les calculs d'ANR. Fin 2022, la décote moyenne sur l'ANR des Comparables Boursiers se situait autour de 40% ;

- la stabilisation puis la baisse des taux d'intérêt se sont traduites par une nette amélioration des performance boursières des foncières et une baisse significative de la décote moyenne sur ANR à partir de fin 2023. En septembre 2024, la décote moyenne observée au sein de l'échantillon converge vers le niveau de début 2020.

[86] Nous retenons l'ANR EPRA NTA des Comparables Boursiers lorsque cette référence est disponible. À défaut, nous retenons l'ANR EPRA Triple Net (NNNAV) ou l'ANR hors droits.
[87] La décote moyenne de l'échantillon s'établissait à environ 30% en excluant Frey.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Au sein de l'échantillon, des disparités importantes sont observées entre les foncières en termes de décotes ; en particulier :

- URW, qui fait partie des foncières les plus endettées et les plus affectées par la crise sanitaire, a dû mettre en œuvre un plan de désendettement au cours de la période examinée. Sa décote ressort dans le haut de la fourchette des décotes observées ;
- Klépierre, leader européen des centres commerciaux, présente une structure financière saine et un patrimoine immobilier composé d'actifs Core avec un taux d'occupation élevé. Elle affiche l'une des décotes sur ANR les plus faibles de l'échantillon ;
- Frey se distingue par un cours de bourse extériorisant des décotes historiquement basses, voire des primes, pouvant s'expliquer par sa politique active d'acquisition se traduisant par une forte croissance de son ANR, et son positionnement singulier sur le segment des *Retail Parks* écologiques.

3.3.5.3. *Multiples appliqués*

À l'issue de notre examen des caractéristiques de MRM et des Comparables Boursiers, nous avons écarté :

- les multiples de loyers, qui ne tiennent pas compte du niveau de rentabilité ;
- les multiples de marge opérationnelle, en l'absence de consensus disponible pour certains des Comparables Boursiers[88].

Nous avons privilégié les multiples d'ANR, en nous référant :

- à la capitalisation boursière des Comparables Boursiers ; et
- aux derniers ANR EPRA publiés par les Comparables Boursiers.

3.3.5.4. *Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers*

L'application aux ANR EPRA de la Société estimés au 30 septembre 2024 des décotes moyennes observées au sein de l'échantillon des Comparables Boursiers conduit à une valeur de l'Action comprise entre **27,1 €** et **27,4 €** :

Approche analogique - multiples moyens

M€	ANR EPRA NDV	ANR EPRA NTA	ANR EPRA NRV
ANR de la Société estimé au 30 sept. 2024	113,6	110,6	126,9
Décote moyenne échantillon	22,9%	21,7%	31,6%
Valeur des capitaux propres	**87,6**	**86,6**	**86,8**
Nombre d'actions (millions)	3,2	3,2	3,2
Valeur de l'Action (€)	**27,4 €**	**27,1 €**	**27,1 €**

Source : S&P Capital IQ, analyses Ledouble

Cette valorisation ne tient pas compte de certaines spécificités de MRM, en particulier :

[88] Nous avons toutefois examiné les résultats qui seraient obtenus en appliquant les multiples boursiers observés au sein de l'échantillon aux agrégats prévisionnels de la Société. Les valeurs qui en ressortent sont en retrait par rapport à celles obtenues à partir des multiples d'ANR.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

- du différentiel de taille entre la Société et les Comparables Boursiers, impliquant un poids des frais de structure plus important pour MRM, qui obère sa rentabilité, et des facteurs de risques spécifiques[89] ;
- du profil des actifs en portefeuille.

Nous observons historiquement un écart structurel de l'ordre de 10 à 20 points entre la décote boursière de MRM (§ 3.3.1.2) et la décote moyenne observée au sein de l'échantillon des Comparables Boursiers (§ 3.3.5.2).

L'ajustement des multiples boursiers pour tenir compte de cet écart structurel conduit à une valeur de l'Action comprise entre **19,2 €** et **23,8 €** :

Approche analogique - multiples ajustés

	Décote ajustée		Valeur de l'Action	
M€	Min	Max	Min	Max
ANR EPRA NDV	32,9%	42,9%	**20,3 €**	**23,8 €**
ANR EPRA NTA	31,7%	41,7%	**20,1 €**	**23,6 €**
ANR EPRA NRV	41,6%	51,6%	**19,2 €**	**23,2 €**

Source : S&P Capital IQ, analyses Ledouble

[89] Parmi les facteurs de risques fréquemment associés à la taille, figurent l'exposition à l'environnement concurrentiel et réglementaire, une dépendance accrue à certaines parties prenantes, un accès restreint aux sources de financement, une concentration du *management* et une moindre liquidité des instruments financiers échangés.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

3.4. Analyse du positionnement du Prix de l'Offre par rapport aux précédentes offres publiques

Nous avons examiné les offres publiques intervenues en France au cours de la dernière décennie, ayant visé le capital de sociétés foncières, et présentons, ci-après, les primes et décotes[90] sur ANR[91] observées sur le panel de 11 offres publiques[92] que nous avons constitué :

Primes et décotes observées historiquement sur les offres publiques

Année	Cible	Initiateur	RO	Prime sur ANR	Prime sur cours de bourse
2024	Galimmo	Carmila	Oui	3%	2%
2021	Société Foncière Lyonnaise	Colonial	Non	-	44%
2021	Sofibus Patrimoine	SEGRO France	Oui	[4%-16%](*)	67%
2021	Selectirente	Sofidy	Non	2%	10%
2019	Selectirente	Tikheau	Oui	4%	27%
2017	ANF Immobilier	Icade	Non	6%	7%
2017	Eurosic	Gecina	Oui	5%	32%
2017	Paref	Fosun Property Europe Holding	Non	(15%)	22%
2017	Foncière développement logements	Foncière des Régions	Oui	71%	(0%)
2016	CeGeREAL	Northwood	Non	(0%)	27%
2014	SIIC de Paris	Eurosic	Oui	1%	31%
Médiane sans RO				-	**22%**
Médiane avec RO				**[4%-5%]**	**29%**
Médiane toutes offres confondues				**[2%-3%]**	**27%**

(*) La fourchette résulte du choix de l'expert indépendant de retenir deux références pour le calcul de l'ANR, compte tenu d'un aléa sur le régime fiscal applicable à l'issue de l'offre

Source : Notes d'information, analyses Ledouble

À l'issue de notre analyse, nous relevons que les offres publiques ont été réalisées historiquement sur la base de prix d'offre :

- proches de l'ANR hors droits, les offres initiées avec intention de retrait obligatoire affichant une prime médiane comprise entre 4% et 5% ;
- extériorisant une prime par rapport au cours de bourse des cibles avant annonce, dont la médiane s'établit à 22% pour les offres sans intention de retrait obligatoire et à 29% pour les offres initiées dans la perspective d'un retrait obligatoire.

En comparaison, le Prix de l'Offre initiée par SCOR :

- affiche une prime en léger retrait par rapport à la médiane observée dans le cadre des opérations initiées avec intention de retrait obligatoire[93] ;
- permet en revanche aux Actionnaires Minoritaires de bénéficier d'une fenêtre de liquidité avec une prime de 143,2% sur le dernier cours de bourse avant l'annonce de

[90] Les primes et décotes ont été calculées par référence aux CMPV 3 mois ou 60 séances avant annonce, communiqués par les experts indépendants mandatés dans le cadre de ces opérations.

[91] ANR triple net ou ANR EPRA NDV.

[92] Nous avons recensé et examiné au total 14 offres publiques. Nous avons écarté 3 offres publiques, que nous avons jugé non pertinentes pour apprécier le positionnement du Prix de l'Offre, compte tenu du motif des offres concernées et des analyses menées par l'expert indépendant :
- 2 offres ont été initiées dans un contexte de rachat d'actions, avec un prix d'offre extériorisant des décotes par rapport à l'ANR et au cours de bourse ;
- 1 offre a été écartée en raison du capital visé (0,02%) et de l'analyse du cours de bourse effectuée par l'expert indépendant qui jugeait la référence non pertinente.

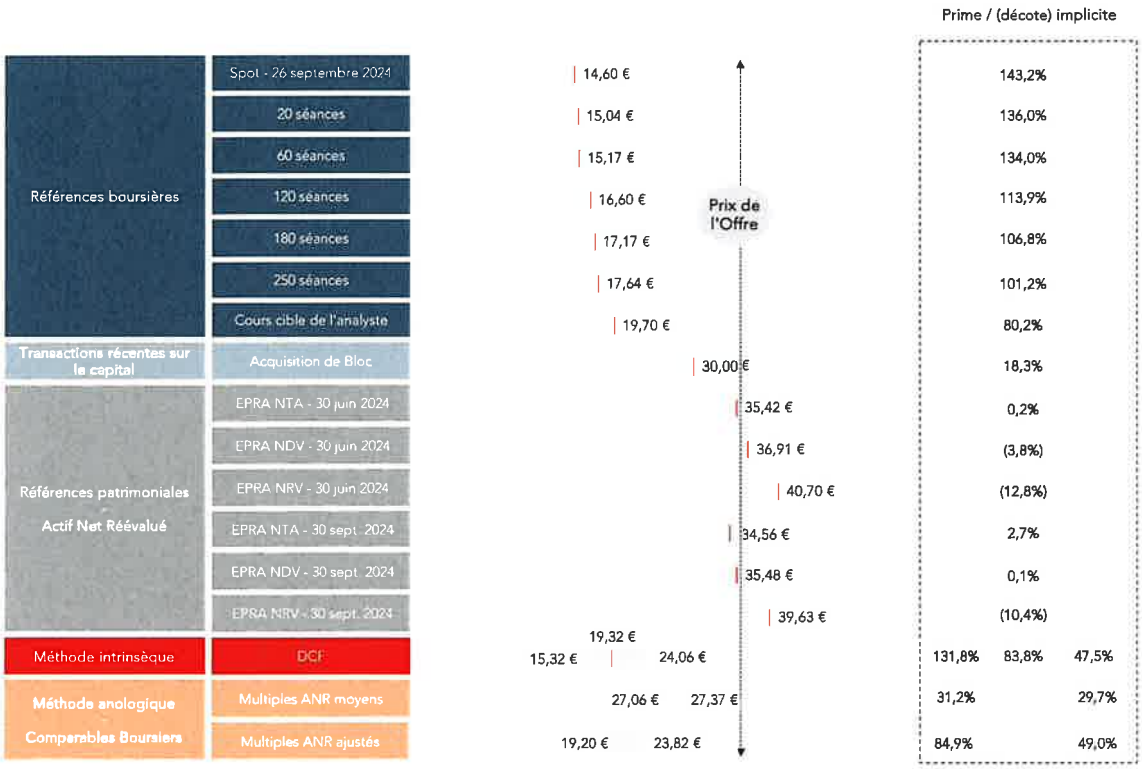
[93] La prime sur les ANR EPRA NDV et NTA estimés au 30 septembre 2024 est égale respectivement à 0,1% et 2,7%.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

l'Offre ; ce niveau de prime s'avère très largement supérieur à celui de l'ensemble des offres antérieures.

3.5. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les valeurs de l'Action obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le graphe ci-dessous, qui mentionne également le niveau des primes ou des décotes induites par le Prix de l'Offre de **35,50 €**, sur l'ensemble des références et des méthodes d'évaluation que nous avons examinées et mises en œuvre :



Nous relevons que le Prix de l'Offre extériorise :

- des primes significatives sur l'ensemble des références boursières examinées, comprises entre 80,2% et 143,2%, étant précisé que ce niveau de primes constitue un haut de fourchette par rapport à l'ensemble des primes que nous avons recensées dans le cadre de notre analyse des offres publiques initiées au cours de la dernière décennie, ayant visé le capital de sociétés foncières ;

- une prime de 18,3% par rapport au prix de l'Acquisition de Bloc, l'Initiateur ayant souhaité dissocier le prix proposé aux Actionnaires Minoritaires dans le cadre de l'Offre du fait de la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire ;

- une prime de 2,7% sur l'ANR EPRA NTA estimé au 30 septembre 2024 et de 0,1% sur l'ANR EPRA NDV estimé à cette même date ;

- une décote de 10,4% par rapport à l'ANR EPRA NRV au 30 septembre 2024, étant rappelé le caractère seulement indicatif de cette référence patrimoniale qui intègre les droits de mutation ;

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

- une prime significative de 83,8% sur la valeur centrale de l'Action issue de la méthode de valorisation DCF qui tient compte de l'incidence des frais de structure, inhérents à la gestion des actifs du Groupe ;

- des primes également significatives sur les valeurs obtenues par l'application des multiples boursiers, comprises entre 29,7% et 84,9%.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

4. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons analysé les travaux d'évaluation réalisés par Natixis en sa qualité d'Établissement Présentateur de l'Offre, dont la synthèse est exposée dans le Projet de Note d'Information au chapitre des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre.

Les principales convergences ou divergences constatées dans le choix des références et méthodes d'évaluation, ainsi que dans leur mise en œuvre, peuvent se résumer comme suit.

4.1. Références boursières

Les références boursières ont été examinées par Ledouble et Natixis sur des périodes d'observation qui se recoupent[94].

L'Établissement Présentateur a également considéré le cours cible publié par l'analyste en charge du suivi de l'Action dans son appréciation du Prix de l'Offre.

4.2. Transactions récentes sur le capital de la Société

L'Établissement Présentateur a examiné les modalités des Augmentations de Capital 2022 et de l'Acquisition de Bloc.

Il a comme nous souligné les limites de la référence au prix de souscription des Augmentations de Capital 2022 pour apprécier le Prix de l'Offre, qui nous ont conduit à l'exclure de notre synthèse de l'Évaluation Multicritère.

4.3. Références à l'ANR

Natixis et Ledouble ont examiné les références aux ANR publiés par la Société au 30 juin 2024, selon les recommandations de l'EPRA.

Nous avons en outre pris en compte, dans notre appréciation du Prix de l'Offre, les ANR EPRA estimés au 30 septembre 2024 (§ 3.3.3 et § 3.5).

4.4. Valorisation intrinsèque

L'Établissement Présentateur a écarté la méthode de valorisation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie disponible, considérant qu'elle était redondante avec la référence à l'Actif Net Réévalué, l'Expert Immobilier employant entre autres la méthode DCF pour déterminer la juste valeur des immeubles.

La Direction de la Société ayant mis à notre disposition le Plan d'Affaires, nous avons été en mesure de mettre en œuvre la méthode DCF, qui présente l'intérêt, aux bornes du Groupe[95], de tenir compte de l'incidence des frais de structure inhérents à la gestion des actifs (§ 3.3.4.6 et § 3.5).

---

[94] Nous présentons les cours moyens pondérés par les volumes sur un nombre de séances boursières, tandis que l'Établissement Présentateur affiche, à l'exception du CMPV 60 séances, les moyennes sur des périodes d'observation mensuelles.

[95] L'Expert Immobilier emploie cette méthode actif par actif, sans tenir compte des flux de trésorerie qui ne se rattachent pas directement aux actifs immobiliers.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

4.5. Valorisation analogique

Notre échantillon de Comparables Boursiers, constitué exclusivement de foncières françaises, exclut la foncière belge Retail Estates que l'Établissement Présentateur a retenue. *A contrario*, il intègre, en sus des foncières incluses dans le panel de l'Établissement Présentateur, les sociétés URW et Klépierre, que Natixis a écartées du fait de leur taille éloignée de celle de la Société.

Nous rappelons à ce titre que nous avons tenu compte du différentiel de taille entre MRM et les Comparables Boursiers et, plus généralement, des spécificités de MRM dans la mise en œuvre de la méthode de valorisation analogique, en examinant l'évolution des décotes historiques (§ 3.3.1.2 et § 3.3.5.2) et en procédant à un ajustement au regard de l'écart structurel que nous avons observé (§ 3.3.5.4).

Sur la base des échantillons de comparables boursiers respectifs :

- l'Établissement Présentateur obtient une valeur de **28,0 €** par Action, par l'application des multiples boursiers à l'ANR EPRA NTA publié par la Société au 30 juin 2024 ;
- nous obtenons des valeurs proches comprises entre **27,1 €** et **27,4 €**, par l'application des multiples boursiers aux indicateurs EPRA de la Société estimés au 30 septembre 2024 ;
- nous avons en outre valorisé l'Action en ajustant les multiples boursiers pour tenir compte de l'écart structurel observé historiquement entre les décotes d'ANR induites par le cours de MRM et celles induites par le cours des Comparables Boursiers. Cette approche alternative nous conduit à des valeurs de l'Action comprises entre **19,2 €** et **23,8 €**.

4.6. Primes et décotes observées sur les précédentes offres publiques

Au même titre que l'Établissement Présentateur, nous avons examiné les modalités des précédentes offres publiques ayant visé le capital de sociétés foncières.

L'Établissement Présentateur a limité son analyse aux offres publiques réalisées par des initiateurs détenant des blocs majoritaires au moment du lancement de l'Offre, avec l'intention de retirer les sociétés cibles de la cote. Nous avons élargi l'analyse à l'ensemble des offres publiques initiées au cours de la dernière décennie (§ 3.4).

Les primes et décotes sur les cours de bourse avant annonce, calculées respectivement par Natixis et Ledouble, diffèrent en raison de la période d'observation retenue[96].

Bien que nous tenions compte de cette analyse dans notre appréciation du Prix de l'Offre, nous n'appliquons pas les multiples induits aux agrégats de la Société, considérant que les prix d'offre intègrent par construction les primes offertes par les initiateurs lors des précédentes opérations, et que par conséquent ils ne fournissent pas une indication de la valeur fondamentale de l'Action. Les résultats de cette analyse ne figurent donc pas dans la synthèse de notre Évaluation Multicritère.

[96] L'Établissement Présentateur a privilégié le dernier cours avant annonce, tandis que nous avons déterminé les primes et décotes par référence aux CMPV 3 mois ou 60 séances avant annonce, communiqués par les experts indépendants.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

4.7. Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est exposée ci-après :

Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation avec l'Établissement Présentateur

€ / Action	Valeurs Ledouble			Valeurs Natixis		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Prix d'Offre		**35,50 €**			**35,50 €**	
Références boursières						
Spot au 26 septembre 2024		14,60 €			14,60 €	
20 séances / 1 mois		15,04 €			15,12 €	
60 séances / 3 mois		15,17 €			15,21 €	
180 séances / 6 mois		17,17 €			16,71 €	
250 séances / 12 mois		17,64 €			17,68 €	
Plus bas 12 mois		14,50 €			14,50 €	
Plus haut 12 mois		22,20 €			22,20 €	
Cours cible de l'analyste		19,70 €			19,70 €	
Transactions récentes sur le capital						
Augmentation de Capital 2022		n.c.			48,92 €	
Acquisition de bloc		30,00 €			30,00 €	
Références Patrimoniales au 30 juin 2024						
ANR EPRA NTA		35,42 €			35,42 €	
ANR EPRA NDV		36,91 €			36,91 €	
ANR EPRA NRV		40,70 €			40,70 €	
Références Patrimoniales estimées au 30 septembre 2024						
ANR EPRA NTA		34,56 €			n.c.	
ANR EPRA NDV		35,48 €			n.c.	
ANR EPRA NRV		39,63 €			n.c.	
Approche intrinsèque						
DCF	15,32 €	19,32 €	24,06 €	n.c.	n.c.	n.c.
Comparables boursiers						
Multiples ANR moyens	27,06 €	n.c.	27,37 €	n.c.	28,00 €	n.c.
Multiples ANR ajustés	19,20 €	n.c.	23,82 €	n.c.	n.c.	n.c.
Transactions comparables						
Prime / (décote) moyenne sur le dernier ANR triple net		n.c.			37,51 €	
Prime / (décote) sur le dernier cours de bourse avant annonce		n.c.			17,64 €	

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

5. Analyse des Accords et Opérations Connexes

Dans le cadre de notre examen des Accords et Opérations Connexes, nous avons pris connaissance :

- du contrat de cession d'actions conclu le 26 septembre 2024 entre Altarea et SCOR (le « **Contrat de Cession d'Actions** »), ayant conduit à l'Acquisition de Bloc (§ 5.1) ;
- du mécanisme indemnitaire au profit des bénéficiaires d'Actions Gratuites (les « **Bénéficiaires d'Actions Gratuites** ») (§ 5.2).

Il n'a été porté à notre connaissance aucun autre accord susceptible d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre et nous n'en avons pas identifié.

5.1. Acquisition de Bloc

L'Acquisition de Bloc a été réalisée le 30 septembre 2024, conformément aux dispositions du Contrat de Cession d'Actions.

À l'issue de notre examen du Contrat de Cession d'Actions[97], nous n'avons pas relevé de disposition susceptible de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Nous relevons en particulier que :

- les 510.852 Actions détenues par Altarea à la date de réalisation de l'Acquisition de Bloc, représentant 15,9% du capital de la Société, ont été cédées à un prix unitaire de 30,0 € ;
- le Prix de l'Offre extériorise une prime de 18,3% par rapport au prix de l'Acquisition de Bloc ;
- le Contrat de Cession d'Actions ne prévoit aucune disposition susceptible de majorer *a posteriori* le prix perçu par Altarea.

5.2. Mécanisme indemnitaire au profit des Bénéficiaires d'Actions Gratuites

Compte tenu du nombre limité de Bénéficiaires d'Actions Gratuites, et dans la mesure où les règlements des plans d'attribution des Actions Gratuites prévoient un mécanisme d'indemnisation en cas d'offre publique d'achat et de retrait obligatoire, l'Initiateur a annoncé vouloir proposer au Conseil d'Administration d'approuver qu'une indemnité soit payée par l'Initiateur aux Bénéficiaires d'Actions Gratuites en contrepartie de leur renonciation à l'attribution définitive des Actions Gratuites à l'issue de leur période d'acquisition.

Les membres du Conseil d'Administration ont été consultés, par voie écrite du 24 octobre au 29 octobre 2024, sur le sort des Actions Gratuites dans le contexte de l'Offre, et ont autorisé la Société à conclure des accords tripartites avec l'Initiateur et chacun des Bénéficiaires d'Actions Gratuites afin de contractualiser le Mécanisme Indemnitaire.

[97] Nous avons également pris connaissance du pacte d'actionnaires conclu entre SCOR et Altarea en 2022 ainsi que de l'acte réitératif de cession d'actions conclu entre SCOR et Altarea le 30 septembre 2024 pour les besoins de l'accomplissement des formalités d'enregistrement auprès du service des impôts compétent.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Nous avons pris connaissance des informations incluses dans le Projet de Note d'Information, les règlements des plans d'attribution gratuite d'actions 2022-1, 2023-1 et 2024-1, ainsi que les accords tripartites conclus entre MRM, l'Initiateur et les Bénéficiaires d'Actions Gratuites.

À l'issue de nos diligences, nous relevons que :

- les Actions Gratuites restant à acquérir représentent environ 0,15% du capital de la Société, le nombre maximal d'Actions Gratuites susceptibles d'être accordées à un même Bénéficiaire représentant moins de 0,1% du capital de la Société ;
- les règlements des plans susvisés prévoyaient des mécanismes usuels d'indemnisation dans le cas de certaines opérations intervenant pendant la période d'acquisition des Actions Gratuites, et notamment en cas d'offre publique ;
- les montants des indemnités que l'Initiateur s'engage à payer, directement ou par le biais de la Société, correspondront au produit du Prix de l'Offre et du nombre d'Actions Gratuites détenues par les Bénéficiaires d'Actions Gratuites ;
- l'engagement d'indemnisation est conditionné à la présence des Bénéficiaires d'Actions Gratuites au sein des effectifs de la Société[98] jusqu'à l'expiration de la période d'acquisition des Actions Gratuites concernées.

Compte tenu de ce qui précède, nous sommes d'avis que les dispositions prévues au titre du Mécanisme Indemnitaire ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

5.3. Synthèse de l'analyse des Accords et Opérations Connexes

Au terme de notre analyse des Accords et Opérations Connexes, nous considérons que ces derniers n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre.

[98] Ou d'une société liée.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

6. Observations formulées par des Actionnaires Minoritaires

Nous avons relayé le communiqué de presse faisant part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant dès le 4 octobre 2024 sur notre site d'informations.

Nous n'avons pas reçu d'observation écrite de la part d'Actionnaires Minoritaires concernant notre mission, ni directement, ni indirectement dans les conditions précisées par l'instruction AMF n° 2006-07[99].

[99] Chapitre 1er, Section 1, Article 1er.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

7. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.7.1), nous nous sommes attachés à vérifier, dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire :

- le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère ;
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions.

Nous relevons que le Prix de l'Offre extériorise des primes significatives sur l'ensemble des références boursières, et permet ainsi aux Actionnaires Minoritaires de bénéficier d'une fenêtre de liquidité avec une prime sur le cours de bourse supérieure à l'ensemble des primes que nous avons recensées dans notre analyse des offres publiques initiées au cours de la dernière décennie sur le capital de sociétés foncières.

Le Prix de l'Offre extériorise également une prime significative par rapport :

- au prix retenu dans le cadre de l'Acquisition de Bloc, l'Initiateur ayant souhaité dissocier le prix proposé aux Actionnaires Minoritaires du fait de la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire ;
- à la valeur fondamentale de l'Action que nous avons estimée au travers des approches de valorisation intrinsèque et analogique, en tenant compte directement ou indirectement des caractéristiques de MRM, en particulier de l'incidence des frais de structure inhérents à la gestion des actifs.

Nous rappelons que les références patrimoniales, dont certaines incluent les droits de mutation, constituent des références clés pour apprécier la valeur du patrimoine du Groupe, mais n'intègrent pas l'impact minorant sur la valeur de l'Action des frais de structure. Les ANR EPRA estimés au 30 septembre 2024 sont en retrait par rapport au 30 juin 2024, compte tenu notamment de la baisse de la juste valeur des immeubles au cours du troisième trimestre 2024.

Bien que les références et les méthodes d'évaluation que nous avons examinées et mises en œuvre n'intègrent pas les synergies, positives et négatives, attendues par l'Initiateur, nous avons estimé leur impact potentiel, et en avons tenu compte dans notre appréciation du Prix de l'Offre.

Les Accords et Opérations Connexes n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre.

Nous n'avons pas reçu d'observation écrite de la part d'Actionnaires Minoritaires sur les termes de l'Offre.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

8. Conclusion

Au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation résumés en synthèse (§ 7), et à l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous concluons au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires apportant leurs titres à l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Nous n'avons pas identifié dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 7 novembre 2024

LEDOUBLE SAS

Signé par :
Agnès PINIOT
65099843B4B945F...

Agnès PINIOT

Présidente - Associée

DocuSigned by:
Romain Delafont
A25530F72A2A416...

Romain DELAFONT

Associé

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXES

- Lettre de mission — Annexe 1
- Programme de travail et rémunération de Ledouble — Annexe 2
- Principales étapes de l'expertise — Annexe 3
- Principaux interlocuteurs de Ledouble — Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble — Annexe 5
- Principales sources d'information exploitées — Annexe 6
- Expertises financières récentes réalisées par Ledouble — Annexe 7
- Présentation des Comparables Boursiers — Annexe 8
- Principes de la revue qualité — Annexe 9

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION

Ledouble
A l'attention de Madame Agnès Piniot et
de Monsieur Romain Delafont
8 rue Halevy
75009 Paris

Le directeur général de M.R.M.

Paris, le 28 octobre 2024

Chère Madame, Cher Monsieur,

M.R.M. S.A. (544 502 206 RCS Paris) (la « **Société** ») est une société contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce par SCOR SE (562 033 357 RCS Paris). M.R.M. est une société foncière ayant opté pour le régime des sociétés d'investissements immobilières cotées (SIIC), ayant pour activité la détention et la gestion d'un patrimoine immobilier composé d'actifs de commerce dans plusieurs régions de France. Les actions M.R.M. sont admises aux négociations sur Euronext Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR00140085W6.

Le 26 septembre 2024, SCOR SE a conclu avec Altarea un accord relatif à l'acquisition des 510.852 actions détenues par cette dernière, représentant environ 15,92 % du capital et des droits de vote de la Société. Le transfert de la propriété desdites actions au profit de SCOR SE est intervenu le 30 septembre 2024. SCOR SE détient à ce jour 2.326.240 actions, représentant 72,48 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Conformément au règlement général de l'Autorité des marchés financiers et plus particulièrement de ses articles 233-1 1° et 234-2, SCOR SE a déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») un projet d'offre publique d'achat simplifiée volontaire portant sur 100 % des actions de la Société. SCOR SE a précisé que dans l'hypothèse où elle venait à détenir plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société, elle solliciterait la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Dans ce cadre, le Conseil d'administration de la Société, sur proposition du comité *ad hoc* composé d'une majorité de membres indépendants, constitué en son sein, a désigné le 27 septembre 2024 Ledouble en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF, Ledouble étant représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

Cadre réglementaire de la mission

Vos diligences seront effectuées conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1°[1], 4°[2] et II[3] du règlement général de l'AMF en vigueur, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Objectif de la mission

Conformément à la réglementation de l'AMF, l'expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre.

Elle devra permettre au Conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'offre, y compris dans le cadre d'un retrait obligatoire, et de rendre son avis motivé.

Il a été convenu que vos travaux comporteront, de manière non exhaustive, les étapes suivantes :

- Des entretiens réguliers avec les membres du comité *ad hoc*, les dirigeants, responsables opérationnels et responsables financiers au sein de la Société, les représentants de l'initiateur, les conseils de la Société, du comité *ad hoc* et de l'initiateur, le ou les établissement(s) présentateur(s) de l'offre, les représentants de la Direction des émetteurs au sein de l'AMF et le cas échéant, les commissaires aux comptes de la Société et l'initiateur ;

- L'analyse des éléments prévisionnels de la Société (budget, plan d'affaires pluriannuel) et des aspects spécifiques liés aux métiers exercés par la Société ;

- La détermination et la mise en œuvre de l'évaluation multicritères des titres de la Société en application de la réglementation applicable ;

- La prise de connaissance et analyse de travaux des établissements présentateurs de l'offre ;

- L'analyse de l'incidence des accords connexes à intervenir dans le cadre de l'opération ;

- La gestion des éventuels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ; et

- L'élaboration de votre rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'attestation d'équité.

Méthodologie d'évaluation

L'évaluation sera fondée sur une approche multicritères qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser une société comme M.R.M.

---

[1] La Société étant contrôlée par SCOR SE au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.
[2] Compte tenu de l'existence d'accords connexes et d'opérations connexes à l'offre, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'offre.
[3] Dans la perspective du retrait obligatoire, dans le cas où SCOR SE viendrait à détenir plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société.

Nous nous engageons à ce que vous soit fourni un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission qui sont en la possession de M.R.M., étant précisé qu'un certain nombre de données devront être également fournies par l'initiateur.

Calendrier

Le projet de note d'information a été déposé par SCOR SE auprès de l'AMF le 9 octobre 2024. Le calendrier provisoire actuel de l'offre prévoit un dépôt de la note en réponse de la Société dans les délais règlementaires.

L'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

Conflit d'intérêts

Nous avons compris que Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont sont indépendants des sociétés concernées par l'opération ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF prise en application du règlement général de l'AMF.

Budget

Il est convenu que vos honoraires d'un montant forfaitaire de base de 70 000 euros hors taxes seront acquittés par la Société.

Je vous prie de croire, chère Madame, cher Monsieur, en l'expression de ma considération distinguée

Monsieur Damien Chiaffi
Directeur Général de M.R.M.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, les Conseils et l'Établissement Présentateur
- Analyse du contexte et des motifs du projet d'Offre
- Prise de connaissance des modalités de détermination du Prix de l'Offre
- Revue des informations publiques relatives à la Société
- Analyse de l'évolution historique du cours de bourse de l'Action depuis 2020, au regard des évènements marquants de la Société et du contexte de marché, et revue des notes publiées par l'analyste en charge du suivi de l'Action
- Examen des performances historiques du Groupe, de sa stratégie d'investissement et de gestion ainsi que de l'évolution de son patrimoine immobilier
- Réalisation d'une étude de marché en lien avec les activités du Groupe et son positionnement sur ce marché
- Analyse des modalités de calcul des ANR EPRA publiés par la Société
- Revue des procès-verbaux des réunions du Conseil d'Administration et des assemblées générales

Travaux de valorisation

- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, les Conseils, l'Expert Immobilier et l'Établissement Présentateur
- Examen des travaux de valorisation de l'Expert Immobilier
- Revue critique du Plan d'Affaires établi par la Direction
- Détermination des paramètres structurants de l'Évaluation Multicritère
- Exploitation des informations sectorielles et financières issues de nos bases de données
- Constitution d'un panel de foncières françaises cotées, dont le patrimoine est majoritairement composé d'actifs de commerce, et analyse de l'évolution des décotes induites par le cours de bourse et l'ANR des Comparables Boursiers
- Estimation des ANR EPRA de la Société au 30 septembre 2024
- Évaluation Multicritère du Groupe et de l'Action et analyses de sensibilité
- Recensement des offres publiques intervenues en France au cours de la dernière décennie, ayant visé le capital de sociétés foncières
- Comparaison de l'Évaluation Multicritère avec les éléments de valorisation de l'Action par l'Établissement Présentateur
- Analyse des Accords et Opérations Connexes

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE (SUITE)

Finalisation de la Mission

- Prise de connaissance du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse
- Rédaction du Rapport
- Obtention d'une lettre de représentation auprès de la Direction et de l'Initiateur
- Administration et supervision de la Mission

Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 70.000 € hors taxes et frais de chancellerie, correspondant à un budget forfaitaire représentant 280 heures consacrées à la réalisation de la Mission.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

Septembre 2024

- Désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration
- Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société
- Préparation et envoi d'une première requête documentaire
- Réunion de lancement de la Mission avec la Direction
- Analyse des modalités de fixation du Prix de l'Offre

Octobre 2024

- Réunions et échanges avec la Direction, les Conseils, l'Expert Immobilier et l'Établissement Présentateur
- Réunion avec le Comité Ad Hoc sur l'étendue de la Mission, les modalités de sa mise en œuvre et les approches envisagées par l'Expert Indépendant pour l'Évaluation Multicritère
- Étude de marché et analyse des performances historiques du Groupe
- Évaluation Multicritère du Groupe et de l'Action
- Examen des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre par l'Établissement Présentateur en vue de leur insertion dans le Projet de Note d'Information
- Analyse des Accords et Opérations Connexes
- Prise de connaissance du Projet de Note d'Information
- Réunion de synthèse avec le Comité Ad Hoc

Novembre 2024

- Finalisation de l'Évaluation Multicritère sur la base des dernières données de marché
- Présentation du projet de Rapport à la Direction et au Comité Ad Hoc
- Prise de connaissance du Projet de Note d'Information en Réponse
- Réception des lettres de représentation
- Revue indépendante
- Finalisation du Rapport
- Présentation du Rapport au Comité Ad Hoc avant le Conseil d'Administration et le dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information en Réponse

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

- **Société**
  - Damien CHIAFFI — Directeur Général
  - Eliès LASSOUED — Responsable Administratif et Financier
- **Comité Ad Hoc**
  - Louis BOURROUSSE — Président du Conseil d'Administration
  - Valérie OHANNESSIAN — Présidente du Comité Ad Hoc, Administratrice indépendante
  - Thierry LACAZE — Administrateur indépendant
- **Expert Immobilier**

  BNP Paribas Real Estate
  - Yannick GILLER — Expert immobilier - Directeur Île-de-France
  - Christian LARDY — Expert immobilier
- **Conseil juridique de la Société**

  Hoche Avocats
  - Didier FORNONI — Avocat associé
- **Établissement Présentateur**

  Natixis Partners
  - Bertrand GEYER — Managing Director
  - Etienne GUBERT — Director
  - Joëlle HARFOUCHE — Directeur Associé
  - Hippolyte OUTTERS — Associate

  Natixis
  - Bertrand de CORDOÜE — Director
  - Nicolas POUPET — Executive director

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

Documentation relative à l'Offre

- Communiqués de presse relatifs à l'Opération
- Procès-verbal du Conseil d'Administration concernant la nomination de l'Expert Indépendant
- Projet de Note d'Information[100]
- Projet de Note d'Information en Réponse[101]
- Rapport d'évaluation de l'Établissement Présentateur
- Accords et Opérations Connexes
- Chiffrage des synergies attendues par l'Initiateur et analyse de l'impact de la sortie du régime SIIC

Documentation relative à MRM

Documentation juridique

- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2022 à 2024)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2022 à 2024)
- Règlements des plans d'attribution gratuite d'actions 2022-1, 2023-1 et 2024-1

Informations comptables et financières historiques

- Communiqués de presse financiers
- Documents d'enregistrement universel (2019 à 2023)
- Rapports financiers semestriels (2019 à 2024)
- Tests de dépréciation réalisés par la Société au 31 décembre 2023
- Arrêté comptable au 30 septembre 2024
- Valorisations *mark-to-market* des instruments dérivés au 30 septembre 2024
- Estimation de la juste valeur des immeubles au 30 septembre 2024
- ANR EPRA NDV, NTA et NRV estimés au 30 septembre 2024
- Présentation de l'activité du Groupe au 30 septembre 2024

Informations relatives au patrimoine

- Présentation du portefeuille de MRM
- État locatif consolidé au 30 juin 2024
- Suivi commercial au 30 septembre 2024
- Synthèse et rapports d'expertise immobilière au 31 décembre 2023
- Synthèse et rapports d'expertise immobilière au 30 juin 2024
- Récapitulatifs des valeurs au 30 septembre 2024
- EPRA Best Practices Recommendations Guidelines

[100] Déposé auprès de l'AMF le 9 octobre 2024.
[101] Version projet en date du 4 novembre 2024.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (SUITE)

Informations comptables et financières prévisionnelles

- Budget 2024 et Plan d'Affaires présenté au Conseil d'Administration
- Précédente version du plan d'affaires établi par la Direction en mars 2024

Documentation relative à l'acquisition de centres commerciaux auprès d'Altarea

- Note d'opération incluse dans le prospectus approuvé par l'AMF le 14 novembre 2022, sous le numéro 22-443
- Présentation des actifs de Flins et d'Ollioules
- Pacte d'actionnaires conclu entre SCOR et Altarea en 2022

Autres informations

- Dernière note publiée par l'analyste en charge du suivi du titre de la Société

Sites d'informations

Société et Initiateur

- MRM, https://mrminvest.com/
- SCOR, https://www.scor.com/fr/investisseurs

Comparables Boursiers

- Unibail-Rodamco-Westfield, https://www.urw.com/investisseurs
- Klépierre, https://www.klepierre.com/finance/investisseurs
- Carmila, https://www.carmila.com
- Mercialys, https://www.mercialys.fr/
- Frey, https://frey.fr/
- Patrimoine et Commerce, https://patrimoine-commerce.com/

Autres sites

- AMF, http://www.amf-france.org/
- Euronext, https://live.euronext.com/
- INREV, https://www.inrev.org/

Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyse financière indépendante effectuées dans ce domaine figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : http://www.ledouble.fr.

Les membres de l'équipe Ledouble conduisent régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation.

- **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - Expert près la Cour d'appel de Paris
  - MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
  - Présidente d'honneur de l'APEI
  - Membre de la SFEV
  - Membre du Bureau de la Compagnie Nationale des Experts-Comptables de Justice, section Paris-Versailles (CNECJ)
  - Membre de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF)
  - Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- **Romain DELAFONT, Associé**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
  - Membre de l'APEI
  - Membre de la SFEV
- **Thomas WOESTELANDT, Directeur**
  - Université Paris-Cité – Master 2 Droit Économie Gestion mention CCA
  - Membre de la SFEV
- **Bastien CANOVAS, Responsable de mission**
  - KEDGE Business School – Master PGE en Corporate Finance
- **Anna BOUGHALEM-SALIER, Analyste**
  - Edhec Business School – Master in Corporate Finance & Banking

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (SUITE)

- **Olivier CRETTÉ, Associé, Revue indépendante**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - Expert près la Cour d'appel de Paris
  - EM Lyon, docteur en sciences de gestion
  - Membre de l'APEI et de la SFEV
  - Membre de la Compagnie Nationale des Experts-Comptables de Justice, section Paris-Versailles (CNECJ) et de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF)
  - Vice-Président du Comité des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
  - Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXE 7 : EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE[102]

Expertises indépendantes

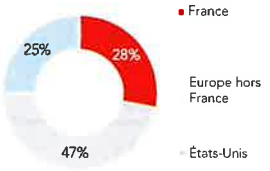
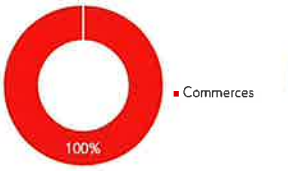
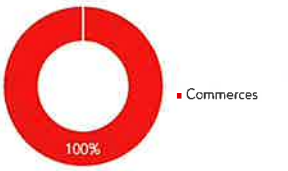
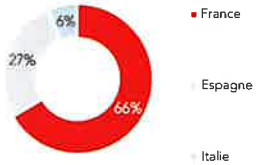
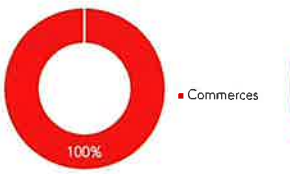
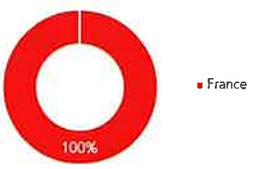
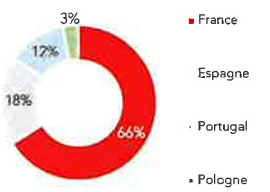
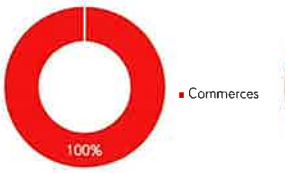
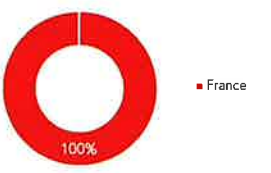
Année	Société	Etablissement(s) présentateur(s)
2024	NHOA	CA-CIB
2024	Eurobio-Scientific	CIC, Degroof Petercam
2024	Groupe Parot	Crédit Agricole du Languedoc
2024	Tipiak	CIC
2024	Believe	Goldman Sachs, BNP Paribas
2024	Accor	*
2024	FIEBM	Oddo BHF
2023	Ober	Banque Delubac & Cie
2023	Colas	Portzamparc
2023	Kaufman & Broad	*
2023	FIEBM	Oddo BHF
2023	Technicolor Creative Studios	*
2023	UFF	Natixis
2022	Altur Investissement	Oddo BHF
2022	Linedata	Degroof Petercam
2022	Robertet	Lazard Frères Banque, Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2022	Albioma	Société Générale
2022	CNP Assurances	Barclays Bank, Morgan Stanley, Natixis, BNP Paribas
2021	L'Oréal	*
2021	Europcar	Bank of America, BNP Paribas
2021	Baccarat	Mediobanca
2021	XPO Logistics Europe	Rothschild Martin Maurel
2021	Natixis	JP Morgan
2021	EPC Groupe	Natixis
2021	Selectirente	Natixis
2021	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	EasyVista	Natixis
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley, Natixis, Société Générale
2019	Tereis	Goldman Sachs Paris et Cie, Natixis
2019	MBWS	*
2019	Selectirente	Rothschild Martin Maurel
2019	Locindus	Natixis
2018	Baccarat	Société Générale
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée

[102] 2018 à 2024.

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

Profil des Comparables Boursiers

Société	Pays	Capitalisation boursière (3 mois - Md€)	Revenus locatifs bruts 2023 (Md€)	ANR EPRA NTA au 30 juin 2024 (Md€)	Répartition des revenus par typologie d'actifs	Répartition des revenus par zone géographique
Unibail-Rodamco-Westfield SE		10,3	2,3	15,6		
Klépierre SA		8,1	1,0	9,0		
Carmila S.A.		2,5	0,4	3,3		
Mercialys SA		1,1	0,2	1,5		
Frey SA		0,9	0,1	1,0		
Patrimoine et Commerce SA		0,3	0,1	0,4		

Source : Bloomberg, informations publiques, analyses Ledouble

Docusign Envelope ID: 6CEC3941-23AD-4830-A675-D2A695988E04

ANNEXE 9 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3-12 de l'instruction AMF n°2006-08 prévoit que le rapport d'expertise comporte « *une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie* ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu pour :
  - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en **Annexe 1** ;
  - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
  - s'assurer, dans le contexte de la Mission, de la prise en compte des dispositions du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°2006-07, de l'instruction AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 ;
  - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
  - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
  - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'évaluation de l'Action, ainsi que sur leur appréciation de l'incidence des Accords et Opérations Connexes ;
  - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'Évaluation Multicritère ;
  - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires, par la formalisation de « questions-réponses » ;
  - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et en conclusion l'Attestation d'Équité.