

**OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT NON SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE  
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE**



INITIEE PAR

**CRFP 13**

ET PRESENTEE PAR



**PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR CARREFOUR PROPERTY DEVELOPMENT**



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 4 juillet 2014. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF.

**Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.**

**Avis Important**

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

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et sur le site Internet de Carrefour Property Development ([www.carrefourpropertydevelopment.fr](http://www.carrefourpropertydevelopment.fr)), et peut être obtenu sans frais auprès de :

**Carrefour Property Development**  
66, avenue Charles de Gaulle  
92200 Neuilly-sur-Seine

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Carrefour Property Development, seront mises à la disposition du public dans les mêmes conditions, la veille de l'ouverture de l'offre publique de retrait. Un communiqué de presse sera publié conformément aux dispositions de l'article 221-3 du Règlement général de l'AMF afin d'informer le public de la mise à disposition de ces documents.

<b>RAPPEL DES CONDITIONS DE L’OFFRE</b> .....	<b>3</b>
<b>1 CONTEXTE DE L’OFFRE</b> .....	<b>3</b>
<b>2 AVIS DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE CARREFOUR PROPERTY DEVELOPMENT, SOCIETE VISEE PAR L’OFFRE</b> .....	<b>3</b>
<b>3 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE CARREFOUR PROPERTY DEVELOPMENT</b> .....	<b>4</b>
<b>4 INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D’AUTOCONTROLE</b> .....	<b>4</b>
<b>5 ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION OU L’ISSUE DE L’OFFRE</b> .....	<b>4</b>
<b>6 ELEMENTS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE</b> .....	<b>5</b>
6.1 STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL .....	5
6.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES A L’EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D’ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L’ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE	5
6.3 PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES REPRESENTANT PLUS DE 5% DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE DE CARREFOUR PROPERTY DEVELOPMENT.....	5
6.4 LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	5
6.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D’ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER .....	6
6.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D’ACTIONS ET A L’EXERCICE DES DROITS DE VOTE .....	6
6.7 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION ET A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE .....	6
6.8 POUVOIRS DU CONSEIL D’ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D’EMISSION ET DE RACHAT D’ACTIONS	6
6.9 IMPACT D’UN CHANGEMENT DE CONTROLE SUR LES ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE .....	9
6.10 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES DE DEPART ET DE LICENCIEMENT POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE CARREFOUR PROPERTY DEVELOPMENT ET SES PRINCIPAUX SALARIES, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D’UNE OFFRE PUBLIQUE .	9
<b>7 RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT</b> .....	<b>9</b>
<b>8 PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE</b> .....	<b>26</b>

---

## RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application des articles 236-6 et suivants du Règlement général de l'AMF, la société CRFP 13, société par actions simplifiée au capital de 41.260.000 €, dont le siège est route de Paris, Zone Industrielle, 14120 Mondeville, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Caen sous le numéro 487 564 759 (désignée indifféremment l'« **Initiateur** » ou « **CRFP 13** »), offre irrévocablement aux actionnaires de la société Carrefour Property Development, société anonyme au capital de 15.938.508 € divisé en 2.656.418 actions, dont le siège social est 66, avenue Charles de Gaulle, 92200 Neuilly-sur-Seine, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 381 844 471 (désigné indifféremment « **Carrefour Property Development** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010828137, d'acquérir la totalité de leurs actions Carrefour Property Development au prix de 19,20 euros par action dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'« **Offre** »).

L'Offre porte sur la totalité des actions Carrefour Property Development existantes non détenues par CRFP 13 et les personnes agissant de concert avec elle (à savoir CRFP 16 et les administrateurs de la Société représentant le groupe Carrefour), et à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société, soit à la date de dépôt du présent projet de note en réponse, un total de 12.335 actions.

Natixis est l'établissement présentateur de l'Offre et 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 CRFP 13 dans le cadre de l'Offre.

### 1 CONTEXTE DE L'OFFRE

Dans le cadre de la création par le groupe Carrefour d'une société regroupant des centres commerciaux attenants à ses hypermarchés en Europe (voir les communiqués de Carrefour S.A. en date des 16 décembre 2013, 24 janvier 2014 et 16 avril 2014), la Société a cédé le 16 avril 2014 à Carmila France l'actif de Mondevillage et les titres de la Société du Centre Commercial de Lescar.

L'opération a été réalisée sur la base des valeurs d'expertise (droits inclus) au 30 septembre 2013, soit 43,5 millions d'euros pour l'actif de Mondevillage et 37,0 millions d'euros pour les titres de la Société du Centre Commercial de Lescar.

La cession de ces deux actifs constituant une opération de cession de la quasi-totalité des actifs de Carrefour Property Development entrant dans le champ d'application de l'article 236-6 du Règlement Général de l'AMF, CRFP 13, contrôlant la cible au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, a informé l'Autorité des marchés financiers (AMF) de ce projet, laquelle a considéré qu'il y avait lieu à mise en œuvre d'une offre publique de retrait par CRFP 13.

L'Initiateur propose en conséquence aux actionnaires de Carrefour Property Development qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 19,20 euros par action Carrefour Property Development.

Le prix offert dans le cadre de l'Offre a fait l'objet d'une attestation d'équité établie par un expert indépendant, le cabinet Detroyat, nommé par la Société conformément aux dispositions de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF et reproduite en Section 7 ci-après.

### 2 AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CARREFOUR PROPERTY DEVELOPMENT, SOCIETE VISEE PAR L'OFFRE

Le Conseil d'administration de Carrefour Property Development s'est réuni le 3 juillet 2014, afin d'examiner le projet d'Offre initiée par CRFP 13 et de rendre un avis motivé sur ce projet et ses conséquences pour la Société et ses actionnaires. La totalité des membres du Conseil d'administration de Carrefour Property Development étaient présents ou représentés. L'avis a été rendu à l'unanimité de ses membres.

---

Les documents suivants ont été portés à la connaissance des membres du Conseil d'administration :

- le projet de note d'information préparée par CRFP 13 présentant notamment les caractéristiques, termes et conditions du projet d'Offre et la présentation des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par Natixis, banque présentatrice et garante de l'Offre ;
- les projets de documents « autres informations » concernant respectivement la Société et CRFP 13, devant faire l'objet d'une publication dans le cadre de l'Offre ;
- l'attestation d'équité en date du 2 juillet 2014 qui a été établie par le cabinet Detroyat en sa qualité d'expert indépendant ;
- le projet de note en réponse et de document « Autres informations » relatif à la Société ; et
- le projet de communiqué de presse relatif au dépôt du projet de note en réponse.

Sur cette base, le Conseil d'administration de Carrefour Property Development a rendu l'avis motivé suivant :

*« Le Conseil après avoir examiné les termes et conditions du projet d'offre publique de retrait proposé par CRFP 13, prend acte des motifs et intentions de CRFP 13, des éléments d'appréciation du prix de l'offre publique de retrait préparés par Natixis ainsi que de l'attestation de l'expert indépendant, Detroyat & Associés, qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires, du prix de 19,20 euros par action Carrefour Property Development.*

*Au vu de ces éléments, après en avoir délibéré, le Conseil, exprime, à l'unanimité de ses membres présents, un avis favorable au projet d'offre publique de retrait de CRFP 13 au prix de 19,20 euros par action Carrefour Property Development qu'il juge équitable, valorisant correctement les actions détenues par les actionnaires autres que CRFP 13, et considère qu'il est conforme aux intérêts de Carrefour Property Development, de ses actionnaires et de ses salariés.*

*Dans ces conditions, le Conseil décide, à l'unanimité de ses membres présents, de recommander à tous les actionnaires de Carrefour Property Development souhaitant bénéficier d'une liquidité à court terme de leur participation d'apporter leurs titres dans le cadre de l'offre publique de retrait. »*

### **3 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CARREFOUR PROPERTY DEVELOPMENT**

Les membres du conseil d'administration de Carrefour Property Development ont fait part de leur intention de ne pas apporter les cinq actions qu'ils détiennent à l'Offre.

### **4 INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE**

La Société détient 9.974 actions propres représentant 0,38% de son capital. La Société n'a pas l'intention d'apporter ses actions Carrefour Property Development à l'Offre.

### **5 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE**

Il n'existe à ce jour aucune clause d'accord conclu par les personnes concernées ou leurs actionnaires susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

## **6 ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE**

### **6.1 STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL**

Le capital social de Carrefour Property Development qui s'élève à 15.938.508 euros est divisé en 2.656.418 actions, d'une valeur nominale de 6 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date du présent projet de note en réponse, la répartition du capital et des droits de vote de Carrefour Property Development est la suivante :

Capital social au 18 juin 2014	Capital		Droits de vote	
	#	%	#	% réel
CRFP 13 <sup>1</sup>	2.488.497	93,68%	4.976.992	94,24%
CRFP 16	145.612	5,48%	291.224	5,51%
Total Carrefour	2.634.109	99,16%	5.268.216	99,75%
Auto-détention	9.974	0,38%	0	0,00%
Flottant	12.335	0,46%	13.121	0,25%
<b>Total</b>	<b>2.656.418</b>	<b>100,00%</b>	<b>5.281.337</b>	<b>100,00%</b>

CRFP 13 n'a procédé à aucun achat d'actions Carrefour Property Development sur le marché ou hors marché depuis la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée en avril 2009.

A la date du présent projet de note en réponse, et à l'exception des actions Carrefour Property Development mentionnées ci-dessus, il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de Carrefour Property Development.

### **6.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE**

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

### **6.3 PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES REPRESENTANT PLUS DE 5% DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE DE CARREFOUR PROPERTY DEVELOPMENT**

Les actionnaires Carrefour Property Development détenant plus de 5 % de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau qui figure à la Section 6.1 ci-dessus.

Hormis lesdits actionnaires, aucun actionnaire détenant plus de 5 % du capital social ou des droits de vote ne s'est fait connaître auprès de la Société à la date de la présente note.

### **6.4 LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI**

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

<sup>1</sup> Dont 5 actions Carrefour Property Development représentant 8 droits de vote prêtées à des administrateurs de Carrefour et qui seront restituées à la fin de leur mandat.

**6.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER**

Néant.

**6.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L' EXERCICE DES DROITS DE VOTE**

Carrefour Property Development n'a connaissance d'aucun accord d'actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

**6.7 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE**

Aucune clause statutaire ne prévoit ni en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration, ni en matière de modification des statuts, de dispositions différentes de celles prévues par la loi.

**6.8 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION ET DE RACHAT D' ACTIONS**

L'assemblée générale du 23 juin 2014 a autorisé les délégations de compétence suivantes :

	Opérations/titres concernés	Montant nominal maximum d'émission	Utilisation (date)	Durée de l'autorisation
a.	Emission de valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du DPS	50.000.000 d'euros pour les valeurs mobilières donnant accès au capital 100.000.000 d'euros pour les valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital	Aucune	26 mois
b.	Emission, par voie d'offre au public, d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du DPS des actionnaires	50.000.000 d'euros pour les valeurs mobilières donnant accès au capital 100.000.000 d'euros pour les valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital	Aucune	26 mois
c.	Emission, par voie de placement privé visé à l'article L.411-2 II du Code monétaire et financier, d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du DPS des actionnaires	(x) dans la limite de 20% du capital social au cours d'une même période annuelle et (y) dans la limite des plafonds fixés au paragraphe (a), et dans la limite d'un plafond en nominal de 50.000.000 d'euros pour les valeurs mobilières représentatives de	Aucune	26 mois

	Opérations/titres concernés	Montant nominal maximum d'émission	Utilisation (date)	Durée de l'autorisation
		<p>titres de créance donnant accès au capital.</p> <p>Ces plafonds, en cas d'utilisation de cette délégation, viendront s'imputer sur les plafonds globaux susmentionnés au paragraphe (a).</p>		
d.	<p>Fixation, dans la limite de 10% du capital social par an en ce compris les émissions réalisées en vertu du paragraphe (e), le prix d'émission selon les modalités arrêtées par l'Assemblée Générale, en cas d'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription, d'actions ou de toutes valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital de la Société, décidées sur le fondement des paragraphes (b) et (c)</p>	<p>Le prix sera fixé selon les modalités ci-après :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- le prix d'émission des actions ordinaires sera au moins égal à la moyenne pondérée du cours de l'action sur le marché réglementé d'Euronext à Paris au cours des trois séances de bourse précédant la décision de fixation du prix éventuellement diminuée d'une décote maximale de 10% ;</li> <li>- le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital autres que des actions ordinaires sera tel que la somme perçue immédiatement par la Société, majorée le cas échéant de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par la Société soit, pour chaque action ordinaire émise en conséquence de l'émission de ces valeurs mobilières, au moins égale au montant visé au paragraphe ci-dessus, après correction, s'il y a lieu, de ce montant pour tenir compte de la différence de date de jouissance.</li> </ul>	Aucune	26 mois
e.	<p>Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans DPS des actionnaires décidées en</p>	15% de l'émission initiale	Aucune	26 mois

	Opérations/titres concernés	Montant nominal maximum d'émission	Utilisation (date)	Durée de l'autorisation
	application des paragraphes (a) à (d) ci-dessus			
f.	Emission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du DPS des actionnaires, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	(x) dans la limite de 10% du capital de la Société (tel qu'existant à la date de l'utilisation par le Conseil de la présente délégation) et  (y) dans la limite du plafond fixé au paragraphe (a), et dans la limite d'un plafond en nominal de 50.000.000 d'euros pour les valeurs mobilières représentatives de titres de créance donnant accès au capital.  Ces plafonds, en cas d'utilisation de cette délégation, viendraient s'imputer sur les plafonds globaux susmentionnés au paragraphe (a).	Aucune	26 mois
g.	Incorporation de réserves, bénéfiques, primes ou assimilés en vue d'augmenter le capital de la Société	20.000.000 d'euros  Ce plafond, en cas d'utilisation de cette délégation, ne viendrait s'imputer sur aucun plafond global d'augmentation de capital.	Aucune	26 mois
h.	Achat ou demande d'achat d'un nombre d'actions de la Société n'excédant pas, à quelque moment que ce soit, 10% des actions composant le capital de la Société	Prix d'achat maximum des actions: 25 euros.  5.100.000 euros	Aucune	18 mois
i.	Réduction du capital social, en une ou plusieurs fois, dans les proportions et aux époques qu'il déterminera, par annulation de tout ou partie des actions de la Société détenues par celle-ci en conséquence de la mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions	Dans la limite de 10% du capital social de la Société par période de 24 mois	Aucune	18 mois



---

## 6.9 IMPACT D'UN CHANGEMENT DE CONTROLE SUR LES ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE

A la connaissance de Carrefour Property Development, et à la date de la présente note en réponse, il n'existe aucun accord en vigueur, conclu par Carrefour Property Development, susceptible d'être impacté en cas de changement de contrôle de celle-ci.

## 6.10 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES DE DEPART ET DE LICENCIEMENT POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CARREFOUR PROPERTY DEVELOPMENT ET SES PRINCIPAUX SALARIES, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration de Carrefour Property Development en cas de démission ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique.

## 7 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

CRFP13 (ci-après l' « **Initiateur** »), société par actions simplifiées au capital de 41 260 000 euros, dont le siège est route de Paris, Zone Industrielle, 14 120 Mondeville et détenue à 100% par Carrefour SA (ci-après « **Carrefour** »), a déposé le 4 juillet 2014 auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l' « **AMF** ») un projet d'offre publique de retrait (ci-après l' « **Offre** ») visant les actions de la société Carrefour Property Development, société anonyme au capital de 15 398 508 euros divisé en 2 656 418 actions, dont le siège social est situé au 66, avenue Charles de Gaulle, 92200 Neuilly-sur-Seine et immatriculée au Registre du Commerce et de Sociétés de Nanterre sous le numéro 381 844 471 (ci-après « **CPD** » ou la « **Société** »). Ce projet ne prévoit pas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire immédiatement à l'issue de l'Offre : les actions CPD non apportées à l'Offre resteront admises aux négociations sur le marché réglementé.

CPD a pour activité principale l'acquisition, la détention et la gestion d'actifs immobiliers commerciaux en vue de leur location. La Société est cotée sur NYSE Euronext Paris (Compartiment C) depuis décembre 2011.

Les sociétés CRFP 13 et CRFP 16 détiennent respectivement 93,68% et 5,48% du capital de la Société, soit ensemble un concert de 99,16% du capital et 99,75% des droits de vote réels de la Société. Les sociétés CRFP 13 et CRFP 16 sont directement ou indirectement détenues par Carrefour.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage à acquérir au prix unitaire de 19,20 euros par action, la totalité des actions CPD non détenues directement ou indirectement par CRFP 13 et les personnes agissant de concert avec elle (à savoir CRFP 16 et les administrateurs de la Société) et à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société, soit 12 335 actions représentant 0,46% du capital de la Société à la date du 2 juillet 2014.

L'intervention de Détroyat Associés (ci-après « **DA** ») en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre a fait l'objet d'une lettre de mission signée par le Président du Conseil d'administration de CPD le 18 mars 2014. La désignation de DA a été approuvée en date du 7 mars 2014 par le Conseil d'Administration de la Société.

DA intervient en application de l'article 261-1-I, alinéa 1, du règlement général de l'AMF qui rend obligatoire la désignation d'un expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières d'une offre publique, dans les situations susceptibles de provoquer un conflit d'intérêts au sein des conseils d'administration des sociétés visées par l'Offre<sup>(2)</sup>.

---

<sup>(2)</sup> Titre VI du livre II du règlement général entré en vigueur le 29 septembre 2006

---

Notre rapport d'expertise (ci-après le « **Rapport** ») et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires de CPD quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

#### ◆ **Contexte et motifs de l'Offre**

Dans le cadre de la création par le groupe Carrefour d'une société regroupant des centres commerciaux attenants à ses hypermarchés en Europe, la Société a cédé le 16 avril 2014 l'actif de Mondevillage et les titres de la Société du Centre Commercial de Lescar (ci-après « **SNC Pau Lescar** ») à Carmila France.

La cession de ces deux actifs constituant une opération de cession de la quasi-totalité des actifs de la Société entrant dans le champ d'application de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF, CRFP 13, contrôlant la cible au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, a informé l'AMF de ce projet, laquelle a considéré qu'il y avait lieu à la mise en œuvre d'une offre publique de retrait par CRFP 13.

L'Initiateur propose en conséquence aux actionnaires de CPD qui apporteront leurs titres à l'Offre 19,20 € par action, ce qui correspond à un prix de 25,20 € par action avant la distribution de la prime d'émission de 6,00 € par action intervenue le 1<sup>er</sup> juillet 2014.

#### ◆ **Présentation de Détroyat Associés**

Créée en 1968, DA est une société indépendante, spécialisée dans l'évaluation d'entreprise et d'instruments financiers. Elle conduit des missions de conseil et d'expertise indépendante en finance d'entreprise dans de nombreux secteurs d'activités, pour le compte de sociétés cotées ou non cotées. Elle est établie sous forme de société anonyme dont le siège social est situé 5, avenue Matignon à Paris 8. Son capital est intégralement détenu par ses associés.

DA dispose de bases de données de marché propriétaires, régulièrement mises à jour et commercialisées par abonnement. Ses bases de données recouvrent notamment la détermination de primes de risque Actions sur plusieurs indices boursiers européens.

Depuis 1994, les autorités de marché françaises ont formalisé les procédures de retrait de la cote des sociétés en rendant obligatoire l'intervention d'un expert indépendant pour attester du caractère équitable des conditions d'indemnisation des actionnaires. Avec plus d'une centaine d'expertises réalisées depuis cette date, DA s'est imposé comme l'un des premiers intervenants de ce marché qui a été élargi par les évolutions successives de la réglementation boursière sur l'expertise indépendante et le recours croissant des entreprises aux missions de cette nature.

La liste des missions d'expertise indépendante conduites depuis vingt-quatre mois par DA figure en annexe du présent Rapport.

#### ◆ **Attestation d'indépendance**

DA n'a pas de conflit d'intérêt et est indépendant de l'ensemble des sociétés concernées par l'Offre et de leurs conseils au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ainsi, DA et ses salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre, susceptible d'affecter leur indépendance ;

- 
- ne se sont vus confier aucune mission par les sociétés concernées par l'Offre pour les mois à venir ;
  - n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des deux dernières années, à l'exception de la valorisation indépendante des actifs de Mondevillage et de Pau Lescar au cours de l'année 2014 (avec l'accord de l'AMF).

◆ **Diligences effectuées par Détroyat Associés**

La mission d'expertise indépendante confiée à DA a été conduite sous la responsabilité de Philippe Leroy, Associé, assisté d'un directeur adjoint et de deux analystes financiers. Un contrôle qualité sur la cohérence et la pertinence des méthodologies mises en œuvre a été réalisé par Jérôme Gonon, Directeur.

Les diligences conduites depuis notre désignation le 18 mars 2014 ont eu pour objet d'appréhender le contexte de l'Offre et d'apprécier les conditions financières proposées aux actionnaires minoritaires par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

Nous avons pour cela participé à des réunions de travail à Paris avec les dirigeants et responsables de CPD suivants :

- Guillaume Baud : Directeur Corporate Development ;
- Arnaud Sellier Legoubé : Legal Counsel - M&A ;
- Stéphane Jaffre : Responsable juridique Corporate & Financement ;
- Christophe Martin : Chief Financial Officer.

Nous avons également rencontré des représentants de la banque présentatrice de l'Offre, Natixis.

Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont porté notamment sur (i) l'activité de la Société, (ii) ses perspectives, (iii) son portefeuille immobilier et leurs évaluations par les experts immobiliers, et (iv) les motifs de l'Offre.

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

Nous n'avons effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de la Société. A l'exception des rapports d'évaluation des actifs de CBRE et de Jones Lang LaSalle (ci-après « JLL »), nous n'avons pas disposé d'évaluation indépendante des actifs ou des passifs de CPD. Nous n'avons effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont CPD fait ou pourrait faire l'objet.

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

Nous avons par ailleurs :

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

---

◆ **Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation des termes de l'Offre**

Nous n'avons pas eu connaissance d'accord auxquels l'Initiateur serait partie et qui pourraient avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre.

◆ **Présentation de Carrefour Property Development**

◆ **Activité**

CPD est une société anonyme à Conseil d'administration créée en 1991. Au 30 juin 2014, la Société détenait quatre actifs immobiliers (terrains et galeries commerciales) situés en France représentant une valeur droits inclus de 24,9 millions d'euros.

La Société assure la gestion des actifs suivants :

Le supermarché de Forges-les-Eaux ;

Deux lots de la galerie marchande de Besançon Chalezeule.

La Société réalise les projets suivants :

Projet de PAC<sup>3</sup> de Quétigny en cours de construction ;

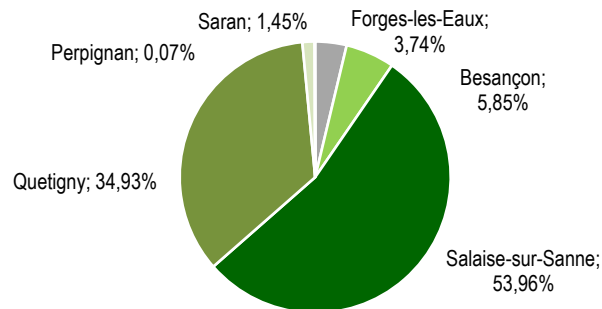
Projets de Saran et Perpignan à l'étude ;

Projet d'extension de la galerie marchande de Salaise-sur-Sanne en cours de construction.

---

**Répartition de la valeur du patrimoine de CPD au 30 juin 2014 (droits inclus)**

---



Source : Société

La valeur du patrimoine droits inclus de la Société s'élève à 24,9 M€ au 30 juin 2014 et la trésorerie nette consolidée de la Société s'établit à 54,8 M€ à cette date.

---

<sup>3</sup> PAC : Parc d'activités commerciales

◆ **Actionnariat et organigramme**

◆ **Actionnariat**

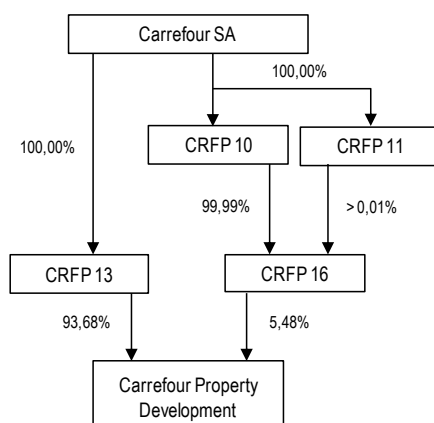
**Actionnariat de la Société au 18 juin 2014**

Au 18/06/2014	Capital		Droits de vote	
	#	% Capital	#	% Réel
CRFP 13	2 488 492	93,68%	4 976 984	94,24%
CRFP 16	145 612	5,48%	291 224	5,51%
Administrateurs	5	0,00%	8	0,00%
Auto-détention	9 974	0,38%	0	0,00%
Public	12 335	0,46%	13 121	0,25%
Total	2 656 418	100,00%	5 281 337	100,00%

Source : Société

◆ **Organigramme**

**Organigramme de la Société au 30 juin 2014**



Source : Société

◆ **Travaux d'évaluation**

L'évaluation de la Société est réalisée à la date du 30 juin 2014, date d'échéance du premier semestre de son exercice 2014. A la date de rédaction du présent Rapport, les comptes audités ne sont pas disponibles. Aussi, l'évaluation a été réalisée à travers des comptes non audités, et des estimations au 30 juin 2014.

Les comptes consolidés de CDP sont établis selon le référentiel IFRS. C'est sur cette base que la situation nette retenue dans les calculs d'ANR est déterminée.

La Société a opté, dans le cadre de l'application de la norme IAS 40, pour la comptabilisation au coût amorti de ses immeubles de placement. Les gains ou pertes résultant des variations de juste valeur des immeubles de placement sont inclus dans le compte de résultat de l'exercice duquel ils surviennent.

---

La valeur de ces biens au 31 décembre 2013 et 30 juin 2014, retenue dans le cadre de la valorisation de l'ANR, repose sur les évaluations réalisées par des experts immobiliers reconnus (CBRE et JLL) selon les référentiels usuels de la profession.

◆ **Méthodes d'évaluation**

**Méthodes retenues :**

Afin d'établir une fourchette d'évaluation par action CPD au 30 juin 2014, nous avons mis en œuvre une approche multicritère qui intègre les méthodes d'évaluation suivantes :

- (i) Une approche intrinsèque par la méthode de l'Actif Net Réévalué, mise en œuvre à partir des données financières prévisionnelles présentées par la Société et sur la base des expertises des actifs de CBRE et JLL au 30 juin 2014 (la « **Méthode de l'ANR** ») ;
- (ii) Une approche analogique par référence à des transactions sur les titres de sociétés dont l'activité est jugée comparable à celle de CPD (la « **Méthode des transactions comparables** »).

**Références d'évaluation :**

Par ailleurs, nous avons complété notre analyse en prenant en compte, à titre de références d'évaluation :

- (i) Une approche analogique par référence à l'appréciation boursière de sociétés cotées dont l'activité est jugée comparable à celle de CPD (la « **Méthode des comparables boursiers** ») ;
- (ii) L'historique de cours de l'action CPD et les volumes échangés sur les douze derniers mois.

**Méthodes écartées :**

Nous écartons les méthodes suivantes jugées dans le cas de la Société non pertinentes :

- (i) L'actualisation des dividendes futurs : les flux de dividendes dépendent des résultats de la Société et de la politique de distribution adoptée. Ils ne permettent pas d'appréhender directement la capacité de la Société à générer les flux futurs de trésorerie à l'origine de la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires ;
- (ii) La méthode DCF : cette méthode est indirectement retenue dans la Méthode de l'ANR, qui intègre une évaluation intrinsèque des actifs immobiliers de la Société par l'actualisation des flux futurs de trésorerie ;
- (iii) Les transactions récentes portant sur le capital de la Société : aucune opération significative n'a été réalisée récemment sur le capital de la Société.

◆ **Méthode de l'ANR**

Nous avons conduit une évaluation des capitaux propres de CPD par la Méthode de l'ANR à partir (i) des comptes annuels de la Société au 30 juin 2014 et (ii) des données financières prévisionnelles retenues dans le cadre des travaux d'évaluation des actifs réalisés par CBRE et JLL en date du 30 juin 2014.

La méthode employée consiste à réévaluer l'actif net comptable de la Société, par réévaluation de l'actif immobilier et de certains autres actifs et passifs.

Nous retenons deux types d'ANR :

- ▶ l'ANR Triple Net, établi à partir de la valeur vénale des actifs (hors droits) et tenant compte des conséquences fiscales d'une cession de l'actif pour le vendeur ;

- ▶ l'ANR de reconstitution, établi à partir de la valeur vénale de l'actif augmentée des droits, qui correspond au montant théorique à investir pour reconstituer un portefeuille équivalent aux actifs et passifs de la Société. Le régime fiscal de la Société est alors sans impact sur la valeur.

L'ANR Triple Net correspond à la valeur théorique de la Société dans le cas d'une cession directe de l'actif. L'ANR de reconstitution, plus élevé, correspond à la valeur qui pourrait être mise en avant dans le cas d'une cession de l'actif via une cession des titres de la Société (dans ce scénario, l'acheteur acquiert des titres et non un actif immobilier ; les frais et droits de mutation attachés à l'actif, non payés par l'acheteur, peuvent ainsi en théorie être intégrés pour partie au prix de vente). L'intention annoncée de l'Initiateur n'étant pas de céder les titres de la Société postérieurement à l'Offre, nous considérons que l'ANR de reconstitution ne doit pas être privilégié dans le cadre de notre analyse.

### **ANR 2011-2014 :**

#### *Evolution historique*

Dans le cadre de la publication annuelle de ses comptes annuels, CPD communique deux valeurs d'actif net réévalué déterminées en suivant les pratiques recommandées par l'European Public Real Estate Association (ci-après « EPRA ») : l'EPRA ANR Triple Net et l'EPRA ANR de reconstitution.

Ces agrégats constituent l'une des principales références de valorisation des sociétés foncières.

Le tableau ci-après présente les valeurs des capitaux propres consolidés assimilables à l'ANR IFRS ainsi que les EPRA ANR Triple Net et EPRA ANR de reconstitution publiés par CPD à la date de clôture des exercices 2011, 2012, 2013 et prévisionnels au 30 juin 2014.

#### **ANR IFRS, EPRA ANR Triple Net et EPRA ANR de reconstitution**

En Milliers d'€	30-juin-14	31-déc.-13	31-déc.-12	31-déc.-11
<b>Capitaux propres - ANR IFRS</b>	<b>66 924</b>	<b>60 516</b>	<b>49 190</b>	<b>39 039</b>
Mise à la juste valeur des dettes financières	-	-	-	-
<b>EPRA ANR Triple Net</b>	<b>66 924</b>	<b>60 516</b>	<b>49 190</b>	<b>39 039</b>
Elimination des impôts différés	3 193	9 323	3 827	-313
Elimination de la mise à la juste valeur des dettes financières	-	-	-	-
Droits de mutation, nets de l'effet d'impôt	363	2 173	1 719	1 604
<b>EPRA ANR de reconstitution (hors autocontrôle)</b>	<b>70 480</b>	<b>72 012</b>	<b>54 736</b>	<b>40 330</b>
Variation ANR Triple Net	10,6%	23,0%	26,0%	4,4%
Variation ANR de reconstitution	-2,1%	31,6%	35,7%	5,1%

*Source : Société*

L'évolution de l'EPRA ANR Triple Net entre 2011 et 2013 (+55,0%) s'explique principalement par la réévaluation de l'actif de Mondevillage et cédé en avril 2014 ainsi que le développement du site de Salaise-sur-Sanne.

En l'absence de dettes financières structurées, l'ANR IFRS est égal à l'EPRA ANR Triple Net.

L'écart entre l'EPRA ANR Triple Net et l'EPRA ANR de reconstitution est constitué principalement des impôts différés correspondant principalement à l'imposition latente relative à la comptabilisation des actifs immobiliers à leur juste valeur. L'écart résiduel réside dans les droits de mutation, net de l'effet d'impôt.

---

#### ◆ Présentation des évaluations établies par CBRE et JLL

Les évaluations des actifs établies par CBRE et JLL en date du 30 juin 2014 ont été conduites par la méthode de l'actualisation du revenu net ou la capitalisation du loyer net à partir :

- ▶ d'un plan d'affaires couvrant la période 2014 - 2023 qui prévoit des loyers bruts suivant les paliers fixés par la Société et puis une croissance des loyers suivant l'ILC ou l'ICC selon les actifs à partir de 2016 ;
- ▶ d'une valeur terminale égale au revenu net de l'année 2024, capitalisé à un taux de spécifique à chaque actif et compris entre 6,25% et 6,75% ;
- ▶ d'un taux d'actualisation spécifique à chaque actif compris entre 8,00% et 9,75%.

Sur la base de ce plan d'affaires, CBRE et JLL obtient les résultats suivants :

- ▶ Valeur vénale (hors droits et frais d'acte) : 24,3 M€
- ▶ Valeur vénale augmentée des droits et frais d'acte : 24,9 M€

#### ◆ Etablissement de l'ANR

Les valeurs d'ANR présentées sont déterminées à partir des flux futurs de trésorerie retenus dans les travaux de CBRE.

Les capitaux propres comptables de la Société au 30 juin 2014 constituent le point de départ du calcul de l'ANR. Nous avons tenu compte du résultat net couru du 1<sup>er</sup> janvier 2014 au 30 juin 2014.

L'EPRA ANR Triple Net est obtenu (i) en réévaluant la valeur nette comptable (« VNC ») des actifs immobiliers de CPD au 30 juin 2014 (24,3 M€) à leur valeur vénale et (ii) en considérant les effets fiscaux d'une cession théorique de l'actif.

L'EPRA ANR de reconstitution est obtenu en réévaluant la VNC des actifs immobiliers de CPD (24,9 M€) à la valeur vénale augmentée des droits, sans prise en compte d'impact fiscal et des impôts différés.

La valeur vénale augmentée des droits est obtenue à partir :

- ▶ d'une actualisation des flux de trésorerie prévisionnels au taux de 7,49%, soit :
  - un taux « sans risque » correspondant à la valeur moyenne des taux des emprunts de l'Etat français à 10 ans (OAT) sur 3 mois au 30 juin 2014, soit 1,90% (source : Bloomberg) ;
  - un bêta à dette nulle de 0,70 obtenu à partir d'un échantillon composé de sociétés comparables à CPD ;
  - une prime de risque prospective de 7,49% correspondant à la moyenne des primes de risque déterminées à fin mars 2014, fin avril 2014 et fin mai 2014 sur l'ensemble des sociétés composant l'indice CAC Small (source : Détroyat Associés - Produit d'Analyse de Risques).
- ▶ d'une valeur terminale égale au revenu net de l'année 2024 (un an après la dernière période considérée dans le plan d'affaires), capitalisé selon le taux spécifique à chaque actif retenu par CBRE ou JLL.

La valeur vénale est obtenue en retranchant à la valeur d'utilité un montant de droits estimé à 1,8% ou 6,2% selon le type d'actif (hypothèse retenue par CBRE).

Sous ces hypothèses, nous obtenons les résultats suivants :



- ▶ Valeur vénale (hors droits et frais d'acte) : 24,0 M€
- ▶ Valeur vénale augmentée des droits et frais d'acte : 24,5 M€

La valeur de l'EPRA ANR Triple Net et l'EPRA ANR de reconstitution ainsi obtenues ressortent respectivement à 66,6 M€ et 70,1 M€, soit des valeurs inférieures de 2% à celles issues des expertises de CBRE ou JLL.

#### Application de la méthode de l'ANR

En Milliers d'€	30-juin-14
<b>Capitaux propres - ANR IFRS</b>	<b>66 924</b>
(VNC) des actifs	-24 327
Valeur des actifs	23 997
Mise à la juste valeur des dettes financières	-
<b>EPRA ANR Triple Net</b>	<b>66 594</b>
Elimination des impôts différés	3193
Elimination de la mise à la juste valeur des dettes financières	-
Droits de mutation, nets de l'effet d'impôt	349
<b>EPRA ANR de reconstitution (hors autocontrôle)</b>	<b>70 136</b>

Source : Analyse DA

L'augmentation du taux d'actualisation de 0,25 point de base aurait un impact à la baisse de l'EPRA ANR Triple Net et l'EPRA ANR de reconstitution de -1% environ. Une diminution identique aurait un impact à la hausse d'environ + 1%.

Sur la base de 2 656 418 actions hors autocontrôle, nous obtenons un EPRA ANR Triple Net de 25,1 € par action et un EPRA ANR de reconstitution de 26,4 € par action.

#### Résultats de la méthode de l'ANR

En € par action	30-juin-14
<b>EPRA ANR Triple Net</b>	<b>25,1</b>
<b>EPRA ANR de reconstitution (hors autocontrôle)</b>	<b>26,4</b>

Source : Analyse DA

Nous retenons les valeurs de l'EPRA ANR Triple Net et de l'ANR de reconstitution établies à partir de l'actualisation des flux futurs de trésorerie comme bornes de notre fourchette d'évaluation des capitaux propres par la méthode de l'ANR, soit une fourchette de valeurs comprise entre 25,1 euros et 26,4 euros par action CPD avant distribution de la prime d'émission de 6,0 euros par action intervenu le 1<sup>er</sup> juillet 2014.

#### ◆ Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats financiers de la Société les multiples induits par les transactions récentes - dont les conditions financières ont été rendues publiques - sur le capital de sociétés comparables intervenant dans le même secteur d'activité.

La méthode de l'ANR est la méthode de référence employée dans toutes les transactions récentes du secteur immobilier.

A notre connaissance, il n'existe pas d'opérations récentes de même nature que celle de l'Offre sur des sociétés foncières détenant exclusivement que des centres commerciaux.

Nous retenons huit opérations de capital ou transactions ayant eu lieu depuis novembre 2012 ou annoncées. Les sociétés concernées sont toutes des foncières françaises possédant un portefeuille diversifié intégrant une composante tertiaire.

#### Transactions retenues et décote sur EPRA ANR Triple Net

Date de l'annonce	Cible	Pays	Acquéreur	Transaction (% acquis)	Prix / action offert (€)	ANR à la date du	EPRA ANR Triple Net / action	Prime / Décote EPRA ANR Triple Net
juin-14	Société Tour Eiffel	France	SMABTP	En cours	58,0	31/12/2013	58,1	-0,2%
juin-14	SIIC de Paris	France	Eurosic	59,0%	24,2	31/12/2013	24,8	-2,5%
juin-14	SIIC de Paris	France	Eurosic	29,6%	21,8	31/12/2013	24,8	-12,2%
mai-14	SFL	France	Qatar Holdings	7,3%	40,6	31/12/2013	46,7	-13,1%
juillet-13	Foncière Paris France	France	Coffitem-Cofimur	83,3%	120,0	31/12/2012	135,3	-11,3%
avril-13	Frey	France	AG Real Estate & Crédit Agricole Assurances	40,0%	14,5	31/12/2012	16,5	-11,7%
février-13	Klémurs	France	Klépierre	15,9%	24,6	31/12/2012	24,6	0,0%
nov-12	ANF Immobilier	France	ANF Immobilier	36,2%	31,1	30/06/2012	32,5	-4,3%
							<b>Moyenne</b>	<b>-6,9%</b>

Sources : Sociétés, Mergermarket, analyse DA

La décote moyenne de l'offre sur l'EPRA ANR Triple Net s'établit à 6,9%. Nous notons qu'aucune offre n'a donné lieu à une prime par rapport à l'EPRA ANR Triple Net.

L'application de cette décote moyenne conduit à une valeur par action de 23,4 €.

Nous retenons, au titre de la méthode des transactions comparables, la valeur induite par la décote moyenne sur l'EPRA ANR Triple Net, soit 23,4 euros par action CPD avant distribution de la prime d'émission de 6,0 euros intervenu le 1<sup>er</sup> juillet 2014.

#### ◆ Références d'évaluation

##### ◆ Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à certains agrégats comptables historiques ou prévisionnels les multiples boursiers observés sur les mêmes agrégats d'un échantillon de sociétés cotées intervenant dans le même secteur d'activité et comparables à la société à évaluer.

Nous avons sélectionné cinq sociétés cotées française et une anglaise exploitant principalement des centres commerciaux ou bureaux :

<b>Société</b> <i>(Place de cotation)</i>	<b>Capitalisation</b> <i>(M€ au 30/07/2014)</i>	<b>Loyers net</b> <i>(M€ au 31/12/2013)</i>	<b>Type d'actifs</b> <i>(en % du patrimoine en valeur)</i>	<b>Répartition géographique</b> <i>(en % du patrimoine en valeur)</i>
<b>Klepierre</b> <i>(Paris)</i>	7 423,3	892,8	Centres commerciaux 95%, commerces 4%, bureaux 1%	France 52%, Scandinavie 23%, Italie 11%, Ibérie 7%, Europe centrale 7%
<b>Hammerson</b> <i>(Londres)</i>	4 982,1	384,4	Centres commerciaux, parc d'activité commerciale, centres de marques haut de gamme	Royaume-Uni 72%, France 28%
<b>Altarea-Cogedim</b> <i>(Paris)</i>	1 745,9	158,0	Centres commerciaux régionaux 52%, grands retail parks 24%, centre-ville 24%	France 85%, International (Italie et Espagne) 15%
<b>Mercialys</b> <i>(Paris)</i>	1 566,7	139,4	Grands centres régionaux et commerciaux 74%, centres locaux de proximité 24%	France 100%
<b>ANF Immobilier</b> <i>(Paris)</i>	434,9	34,9	Commerces, logements et bureaux en centre-ville 97%, hôtels 3%	France 100%
<b>Patrimoine &amp; Commerce</b> <i>(Paris)</i>	206,6	31,7	Commerces en exploitation 92%, bureaux 5%, commerces en construction 3%	France 100%

*Sources : Rapports annuels, Bloomberg, analyse DA*

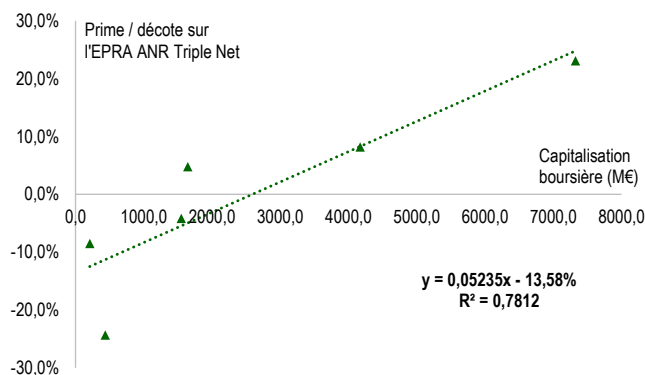
Par ailleurs, nous relevons que les prévisions relatives aux sociétés de notre échantillon ne présentent pas de programme de développement et d'investissement d'ampleur comparable à ceux de CPD (les actifs de Salaise-sur-Sanne et Quétigny représentant 85,0% de la valeur sont encore en développement) et la Société possède une structure financière atypique suite à la cession de l'actif de Mondévillage et des titres de la SNC Pau Lescar en avril 2014 avec une trésorerie nette de 54,8 M€ au 30 juin 2014 représentant plus de deux fois la valeur vénale de ses actifs (24,9 M€ droits inclus au 30 juin 2014).

Aussi, les multiples de chiffre d'affaires n'ont pu être retenus en raison des différences de rendements locatifs au sein de l'échantillon. Les multiples calculés après dotation aux amortissements ont été également écartés, les sociétés retenus ayant opté pour la comptabilisation en valeur de marché de leurs immeubles de placement.

De plus, les multiples de résultat net d'une société ne reflètent pas ses dynamiques de revenus et de coûts ainsi que les risques attachés à son exploitation. Sur des sociétés foncières cotées avec des patrimoines très distincts et des profils de risque différents, les comparaisons analogiques issues des multiples de résultat net ne nous paraissent pas constituer une méthode pertinente d'évaluation.

Afin de situer le prix d'Offre par rapport à l'EPRA ANR Triple Net, nous avons donc établi, à partir d'un échantillon de sociétés comparables cotées, les décotes / primes de la capitalisation boursière par rapport à l'EPRA ANR Triple Net. Nous avons mené une analyse de corrélation entre la décote / prime de la capitalisation boursière par rapport à l'EPRA ANR Triple Net. Afin d'extérioriser une capitalisation boursière représentative des conditions de marché actuelle, nous retenons la moyenne 1 mois au 30 juin 2014.

### Prime / décote de capitalisation boursière sur l'EPRA ANR Triple Net



Sources : Bloomberg, analyse DA

La corrélation apparaît significative au vu du coefficient de corrélation très élevé ( $R^2 > 75,0\%$ ) et présente une qualité statistique satisfaisante pour être retenu dans l'évaluation. Sur la base de l'équation de la droite de régression, et au regard de la valeur de la plage de capitalisation boursière de CPD (entre 50 M€ et 60 M€), la valeur induite de l'action CPD par l'application du multiple de décote de l'EPRA ANR Triple Net issu de l'analyse de régression pratiqué sur l'échantillon de sociétés comparable serait de 23,1 €.

### Résultats de la méthode des comparables boursiers

En Milliers d'€	30-juin-14
EPRA ANR Triple Net	66 924
Décote induite	-8,4%
<b>Valorisation induite</b>	<b>61 336</b>
Nombre d'actions	2 656 418
<b>Valorisation induite par action (€)</b>	<b>23,1</b>

Source : Analyse DA

Nous retenons, au titre de la méthode des comparables boursiers, la valeur induite par la décote moyenne sur l'EPRA ANR Triple Net, soit 23,1 euros par action CPD avant distribution de la prime d'émission.

#### ◆ Performance boursière

Le 27 janvier 2014, CRFP13 a informé l'Autorité des marchés financiers (AMF) de son intention de lancer une offre publique de retrait sur les actions de CPD. Nous avons retenu, comme période de référence, pour les performances boursières, la période de douze mois se terminant le 27 janvier 2014.

Au cours des douze mois précédent le 27 janvier 2014, 6 929 titres ont été échangés (source : Bloomberg), soit 0,26% du capital.

CPD n'est pas suivi par les analystes financiers et ne fait pas l'objet de recommandations boursières. Son flottant est par ailleurs très faible. Par ailleurs, le contrat de liquidité a été suspendu le 30 janvier 2014.

Dans ces conditions, le caractère représentatif de la performance du titre sur les douze derniers mois demeure incertain.

Nous présentons ci-après l'évolution du cours de bourse de clôture ainsi que les volumes d'échange entre le 24 janvier 2013 et le 23 janvier 2014 :

### Cours de bourse de CPD sur 1 an au 23 janvier 2014 et volumes quotidiens échangés



Sources : Bloomberg, analyse DA

Nous présentons ci-après les historiques de cours de clôture, de volumes d'échange ainsi que les valeurs d'échanges les plus élevées et les plus basses enregistrées entre le 24 janvier 2013 et le 23 janvier 2014 :

Date	A la date du 23 janvier 2014	Volume échangés sur la période
A la clôture au 23 janvier 2014	20,00	15
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 10 jours de bourse	19,97	147
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 20 jours de bourse	19,73	764
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 3 mois	19,06	2 825
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 6 mois	19,25	4 239
Moyenne pondérée par les volumes d'échange sur 12 mois	19,67	6 929
<i>Plus haut 12 mois</i>	<i>25-févr.-13</i>	<i>22,95</i>
<i>Plus bas 12 mois</i>	<i>1-nov.-13</i>	<i>16,90</i>

Source : Bloomberg

---

Aucun cours de clôture entre le 24 janvier 2013 et le 23 janvier 2014 n'a ainsi été supérieur au prix de l'Offre.

◆ **Analyse des travaux du conseil de l'Initiateur**

Nous avons pris connaissance du rapport d'évaluation préparé par Natixis en qualité de banquier évaluateur. Ce rapport est repris dans le projet de note d'information déposé par CRFP13 auprès de l'AMF le 4 juillet 2014.

Plusieurs échanges sont intervenus entre Détroyat Associés et Natixis sur les méthodes et les paramètres d'évaluation de la Société antérieurement au dépôt de la note d'information.

De manière générale, les méthodologies et références d'évaluation sont identiques :

**Méthode de l'Actif Net Réévalué**

*ANR de liquidation*

La valeur de l'EPRA ANR Triple Net retenu par Natixis est celui publié par la Société et ressort à 25,2 € par action, soit une valeur proche de celle que nous calculons (25,1 € par action). La différence de 0,1 € par action provient de la prise en compte par Natixis d'une valeur vénale de 24,3 M€ alors que nous retenons une valeur légèrement inférieure (24,0 M€).

**Méthodes analogiques**

Natixis retient les transactions comparables uniquement à titre indicatif, sans en déduire une valeur par action CPD qui résulterait de l'application des niveaux observés.

Par ailleurs, Natixis retient à titre principal la méthode des comparables boursiers. L'échantillon de comparables boursiers retenu par Natixis est plus large que celui que nous retenons et comporte tant des foncières détenant principalement des centres commerciaux que celles détenant des bureaux. Il inclut notamment les sociétés hollandaises Corio et Eurocommercial.

Enfin, Natixis conduit ses travaux sur la base du ratio décote ANR / Capitalisation boursière et exclu une valorisation basée sur différents ratios (VE / EBITDA, Price / Cash-Flow).

Cette analyse aboutie à une conclusion similaire : la valeur par action ressortant de la mise en œuvre des méthodes analogiques est inférieure ou en ligne avec les valeurs obtenues par la méthode de l'Actif Net Réévalué.

**Approche boursière**

Natixis retient comme référence, le cours spot au 23 janvier 2014 (date précédant l'annonce de l'Offre) ainsi que les moyennes pondérées sur 6 mois et 1 an au 25 juin 2014. Le prix de l'Offre fait ressortir une prime par rapport à ces moyennes pondérées.

---

◆ **Conclusion**

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation de CPD avant distribution de la prime d'émission est présentée ci-dessous :

<b>Méthodes d'évaluation</b>	<b>Fourchette de valeurs des fonds propres par action</b>	
	Prime / (décote) induite par le prix de l'Offre de 19,20€ par action <sup>(1)</sup>	
<u>Méthodes retenues à titre principal</u>		
ANR au 30 juin 2014 <sup>(2)</sup>	25,1 0,4%	26,4 -4,5%
Transactions comparables <sup>(2)</sup>	23,4 7,7%	
<u>Méthodes retenues à titre de référence</u>		
Comparables boursiers <sup>(2)</sup>	23,1 9,1%	
Cours de bourse - Moyennes 20 jours et 6 mois au 23 janvier 2014 <sup>(2)</sup>	19,3 30,6%	19,7 27,9%

<sup>(1)</sup> Prime / (décote) calculées sur la base du prix de l'Offre de 19,20 euros et de la distribution de la prime d'émission de 6,00 euros par action intervenue le 1er juillet 2014

<sup>(2)</sup> Valeurs avant distribution de la prime d'émission de 6,00 euros intervenue le 1er juillet 2014

L'Offre au prix de 19,20 euros par action CPD (après distribution de la prime d'émission de 6,00 euros par action intervenue le 1<sup>er</sup> juillet 2014) est supérieure d'environ 1% par rapport à l'EPRA ANR Triple Net par action estimé au 30 juin 2014.

Par ailleurs, le prix se situe au-dessus des valeurs extériorisées par les méthodes analogiques offrant une prime de plus de 7% et à un prix supérieur à la moyenne des cours de bourse pondérée sur 6 mois de plus de 30%. Comparé à la moyenne des cours pondérée sur 20 séances, le prix de l'Offre extériorise une prime de plus de 27%.

**Dans ces conditions, nous estimons qu'à la date du présent Rapport, le prix de 19,20 euros par action CPD après distribution de la prime d'émission à hauteur de 6,00 euros par action intervenue le 1<sup>er</sup> juillet 2014, soit 25,20 euros avant distribution de la prime d'émission, proposé par CRFP13 est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de CPD, dans le cadre de la présente Offre.**

Fait à Paris, le 2 juillet 2014

Philippe Leroy

Associé

DETROYAT ASSOCIES

---

## Annexes

**Annexe A** : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par Détroyat Associés au cours des 24 mois précédant sa désignation

Date	Type de Mission	Société Cible	Société Initiatrice	Banque Présentatrice
Septembre 2012	Attestation d'équité dans le cadre d'une augmentation de capital réservée	Vergnet		Crédit du Nord
Septembre 2012	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Foncière Europe Logistique	Foncière des Régions	BNP Paribas CACIB
Mai 2012	Attestation d'équité délivrée dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions	Linedata		Oddo Corporate Finance

---

## Annexe B : Equipe Détroyat Associés

- ▶ Philippe Leroy - Associé (signataire) - Diplômé de l'ESSEC, il dispose d'une expérience de plus de 25 ans dans les métiers de la finance. Il a rejoint Détroyat Associés en 2005.
- ▶ Aurélien Bricout - Directeur adjoint - Diplômé de HEC Paris et de la Copenhagen Business School, il a rejoint Détroyat Associés en 2013 après des expériences en fusions & acquisitions chez DC Advisory (ex-Close Brothers) et en restructurations financières chez Houlihan Lokey ainsi qu'en fonds d'investissement.
- ▶ Benjamin Fitoussi - Analyste financier senior, il a rejoint Détroyat Associés début 2013 après un Master 2 Finance / Contrôle de gestion de l'université Paris-Dauphine et trois ans dans le département fusions acquisitions de Quilvest Corporate Finance.
- ▶ Nicolas Billiotte - Analyste financier - Diplômé de l'Ecole Polytechnique, il a rejoint Détroyat Associés début 2014 après un MSc en Strategic Management de HEC Paris.
- ▶ Jérôme Gonon - Directeur (contrôle qualité) - Diplômé du Mastère Ingénierie Financière de l'EM Lyon et titulaire du DESCF (Diplôme d'Etudes Supérieures Comptables et Financières). Il a rejoint Détroyat Associés en 2008 après deux ans en audit chez Oriol et huit ans dans les équipes fusions acquisitions de la Société Générale.

## Annexe C : Liste des personnes rencontrées et/ou contactées

### *Carrefour Property Development*

- ▶ Anne-Marie Aurières-Perrin (Directeur Général déléguée de CPD)
- ▶ Christophe Martin (Directeur Financier de CDP)
- ▶ Arnaud Sellier Legoubé (Legal Counsel - M&A)
- ▶ Stéphane Jaffré (Responsable juridique Corporate & Financement)



---

### *Natixis, banquier évaluateur*

- ▶ Florent Mahe (Managing directeur - Natixis Equity Capital Market)
- ▶ Eric Arnould (Directeur - Natixis Equity Capital Market)
- ▶ Bertrand Geyer (Directeur M&A - Natixis Real Estate Advisory)
- ▶ Joëlle Harfouche (Directeur adjoint M&A - Natixis Real Estate Advisory)

### *De Pardieu Brocas Maffei, conseils juridiques de l'Initiateur*

- ▶ Nicolas Favre (Associé)
- ▶ Caroline Parat (Avocat à la cour)
- ▶ Delphine Vidalenc (Avocat à la cour)

### **Annexe D : Principales sources d'information**

<b>Documents</b>	<b>Source</b>
Statuts de CPD	CPD
Rapport d'expertise immobilière au 31 décembre 2013 et 30 juin 2014	CBRE, JLL
Projet de comptes de la Société au 30 juin 2014	CPD
Rapports annuels de la Société des trois exercices 2011, 2012 et 2013	Information publique
Note relative à l'admission de CPD sur Euronext en 2011	Information publique

### **Annexe E : Diligences effectuées**

Nous avons conduit notre mission selon le programme de travail présenté ci-dessous :

- ▶ Prise de connaissance de l'Offre et de son contexte
- ▶ Collecte des informations nécessaires à la réalisation de la mission
- ▶ Analyse de l'activité de la Société et de son positionnement concurrentiel
- ▶ Etude de la documentation comptable, financière et juridique de la Société
- ▶ Analyse du rapport d'évaluation établi par CBRE
- ▶ Mise en œuvre de l'approche intrinsèque et des approches analogiques
- ▶ Analyse des références d'évaluation
- ▶ Prise de connaissance et analyse du rapport d'évaluation du banquier évaluateur
- ▶ Rédaction du rapport d'expertise indépendante
- ▶ Revue indépendante du rapport et des travaux réalisés

### **Annexe F : Calendrier de l'étude**

<b>Étapes</b>	<b>Date</b>
Lettre de mission signée par le Directeur Général de la Société désignant Détroyat Associés comme expert indépendant dans le cadre de l'Offre	18 mars 2014
Collecte de l'ensemble des informations nécessaires à l'étude	Juin 2014
Remise d'un projet de rapport	2 juillet 2014
Remise du rapport définitif au conseil d'administration de la Société	2 juillet 2014

---

#### **Annexe G : Montant de la rémunération perçue par Détroyat Associés**

La rémunération perçue par Détroyat Associés est de 30 000 euros hors taxes et hors frais de déplacement. Cette rémunération est indépendante des conclusions du présent Rapport.

#### **Annexe H : Adhésion à des associations d'experts indépendants**

Détroyat Associés n'est pas adhérente de l'une ou de l'autre des deux associations d'experts indépendants créées postérieurement à l'introduction d'un Titre VI sur l'expertise indépendante dans le Règlement général et agréées par l'AMF. L'adhésion à l'une ou l'autre de ces associations sera fondée sur une revue initiale limitée par Détroyat Associés des pratiques professionnelles actuellement en cours dans chacune d'entre elle. Par ailleurs, Détroyat Associés est membre institutionnel de la Société Française des Evalueurs (SFEV).

\* \* \*

### **8 PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE**

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

Madame Anne-Marie Aurières-Perrin  
Directeur Général Délégué