

FIDORG AUDIT
Commissaire à la fusion
« Le Trifide » - 18 rue Claude Bloch
14050 CAEN CEDEX 4

SORGEM EVALUATION
Commissaire à la fusion
11 rue Leroux
75116 PARIS

CARDETY

Société anonyme au capital de 25.900.068 euros
58 avenue Emile Zola - 92100 Boulogne-Billancourt
381 844 471 RCS Nanterre

CARMILA

Société par actions simplifiée au capital de 313.654.694 euros
58 avenue Emile Zola - 92100 Boulogne-Billancourt
798 904 025 RCS Nanterre

Fusion par absorption de la société CARMILA par la société CARDETY

Rapport des Commissaires à la fusion sur la rémunération des apports

Fusion par absorption de la société CARMILA par la société CARDETY

Rapport des Commissaires à la fusion sur la rémunération des apports

Mesdames, Messieurs les actionnaires des sociétés CARMILA et CARDETY,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 21 mars 2017 concernant la fusion par voie d'absorption de la société CARMILA par la société CARDETY, nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu par l'article L. 236-10 du Code de commerce, étant précisé que notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le projet de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 4 avril 2017. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange.

A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Notre rapport est organisé selon le plan suivant :

- 1. Présentation de l'opération**
- 2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions de la société absorbante et de la société absorbée**
- 3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée**
- 4. Synthèse et points clés**
- 5. Conclusion**

1. Présentation de l'opération

L'opération soumise à votre approbation consiste en une fusion par absorption de la société CARMILA par la société CARDETY. Les modalités de réalisation de l'opération, exposées de façon détaillée dans le projet de fusion, peuvent se résumer comme suit.

1.1 Contexte de l'opération

L'opération sur laquelle vous avez à vous prononcer s'inscrit dans le cadre d'une opération de fusion de la société CARMILA (« CARMILA » ou la « Société Absorbée ») par la société CARDETY (« CARDETY » ou la « Société Absorbante »).

Les sociétés CARDETY et CARMILA se sont rapprochées en vue d'examiner l'opportunité d'un rapprochement destiné à réunir au sein d'une même entité les activités des deux sociétés foncières en charge de la gestion et du développement de centres commerciaux et de *retails parks* attenants à des magasins exploités sous enseigne du groupe Carrefour.

L'opération de fusion envisagée a pour objectif de créer une société foncière majeure cotée dédiée à la valorisation et au développement de centres commerciaux leaders en France, Espagne et en Italie, en s'appuyant sur un partenariat stratégique avec le groupe Carrefour.

1.2 Présentation des sociétés participant à l'opération

1.2.1 Société absorbée : CARMILA

CARMILA est une société par actions simplifiée.

Son objet social est le suivant :

« La Société a pour objet, tant en France qu'à l'étranger, pour elle-même ou en participation avec des tiers :

(i) A titre principal :

a. La détention de toutes personnes visées à l'article 8 et aux paragraphes 1,2 et 3 de l'article 206 du Code général des impôts dont l'objet principal est l'acquisition en vue de la location de tous terrains, droits immobiliers ou immeubles, ainsi qu'à titre accessoire l'animation, la gestion et l'assistance de telles personnes et sociétés ;

b. L'acquisition en vue de la location de tous terrains, droits immobiliers ou immeubles ;

(ii) A titre accessoire :

a. La gestion d'immeubles directement ou par l'intermédiaire de toute personne morale ;

- b. L'octroi de toutes cautions, garanties et plus généralement toutes opérations autorisées aux termes de l'article L.511-7 3ème du Code monétaire et financier ;*
- (iii) A titre exceptionnel : l'échange ou l'aliénation, par vente, apport ou autrement, des titres détenus ou des biens immobiliers acquis ou construits en vue de la location conformément à l'objet principal de la Société ; et*
- (iv) D'une façon générale, toutes opérations civiles, financières, commerciales, industrielles, mobilières et immobilières jugées utiles pour le développement de l'un des objets précités de la Société. »*

Le terme de CARMILA est fixé au 4 décembre 2112.

Le capital social de CARMILA s'élève à la somme de 313.654.694 euros, divisé en 313.654.694 actions d'une valeur nominale de 1 euro chacune, intégralement libérées. A la date du projet de fusion, ces 313.654.694 actions sont ainsi réparties :

Actionnariat	Nombre d'actions	% du capital et des droits de vote
CRFP 15 (Carrefour)	133.059.201	42,42%
Colkart (Colony)	41.641.819	13,28%
CAA Kart 2 (Predica)	36.506.840	11,64%
C Commerce 2 (Cardif)	35.015,557	11,16%
SAS Sogecar 2 (Sogecap)	18.999.061	6,06%
LVS II France II SAS (Pimco)	18.999.061	6,06%
SAS Kart-One (AXA)	17.507.778	5,58%
Kart SBS SAS 2 (Blue Sky Group)	6.578.954	2,10%
Kartam Associée (Amundi)	5.065.266	1,61%
Dirigeants et salariés	281.157	0,09%
Total	313.654.694	100,00 %

1.2.2 Société absorbante : CARDETY

CARDETY est une société anonyme à conseil d'administration dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR0010828137.

Son objet social est le suivant :

« La Société a pour objet principal l'acquisition ou la construction d'immeubles ou groupes d'immeubles à usage commercial ou industriel en vue de leur location, la détention directe ou indirecte de participations dans des personnes morales dont l'objet est l'acquisition ou la construction d'immeubles ou groupes d'immeubles à usage commercial en vue de leur location, et, plus généralement, la détention et l'exploitation

de terrains et d'immeubles ou groupes d'immeubles locatifs à usage commercial ou industriel, et notamment de centres commerciaux, situés en France et à l'étranger :

Et, à cet effet :

- l'acquisition par tous moyens (y compris par voie d'échange ou d'apport ou selon tout autre mode de transfert) et/ou la construction de tous terrains, immeubles, biens et droits immobiliers en vue de leur location, la gestion, l'administration, la location, la prise à bail, l'aménagement de tous terrains, biens et droits immobiliers, l'équipement de tous ensembles immobiliers en vue de les louer ; et toutes autres activités connexes ou liées se rattachant à l'activité précitée ; le tout directement ou indirectement, soit seule, soit en association, participation, groupement ou société, avec toutes autres personnes ou sociétés ;*
- la participation, par tous moyens, dans toutes opérations pouvant se rapporter à son objet par voie de prise de tous intérêts et participations, par tous moyens et sous quelque forme que ce soit, dans toute société, française ou étrangère, immobilière, industrielle, financière ou commerciale notamment par voie d'acquisition, de création de sociétés nouvelles, de souscriptions ou d'achat de titres ou droits sociaux, d'apports, de fusions, d'alliances, de sociétés en participation, de groupements d'intérêt économique ou autrement ainsi que l'administration, la gestion et le contrôle de ces intérêts et participations ;*
- à titre exceptionnel : l'échange ou l'aliénation, par vente, apport ou autrement, des titres détenus ou des biens immobiliers acquis ou construits en vue de la location conformément à l'objet principal de la Société ; et*
- d'une façon générale, toutes opérations immobilières, mobilières, commerciales, industrielles et financières pouvant se rattacher, directement ou indirectement, à l'objet social ou à tous objets similaires ou connexes susceptibles d'en faciliter la réalisation ou de nature à favoriser son extension ou son développement (en ce compris notamment à l'égard d'immeubles ou groupes d'immeubles locatifs à usage autre que commercial) ».*

Le terme de CARDETY est fixé au 31 décembre 2089.

Le capital social de CARDETY s'élève à la somme de 25.900.068 euros, divisé en 4.316.678 actions d'une valeur nominale de 6 euros chacune, intégralement libérées. Au 28 février 2017 et sur la base des informations portées à la connaissance de CARDETY, ces 4.316.678 actions sont ainsi réparties :

Actionnariat	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote ⁽⁴⁾
CRFP 13 (Carrefour SA) ⁽¹⁾	1.856.167	43,00 %	1.856.167	43,00 %
Delta Immo - Swiss Life REIM ⁽²⁾	832.065	19,28 %	832.065	19,28 %
SwissLife DynaPierre - Swiss Life REIM ⁽²⁾	85.960	1,99 %	85.960	1,99 %
Charles de Gaulle Neuilly - Primonial REIM ⁽³⁾	832.065	19,28 %	832.065	19,28 %
Primonial CapImmo ⁽³⁾	184.733	4,28 %	184.733	4,28 %
Public	515.416	11,94 %	515.416	11,94 %
Auto détention	10.272	0,24 %	10.272	0,24 %
Nombre total d'actions formant le capital	4.316.678	100,00%	4.316.678	100,00%

(1) Y compris les actions détenues par les administrateurs en vertu des prêts de consommation d'actions conclus avec la société CRFP 13

(2) Les sociétés Delta Immo - Swiss Life REIM et SwissLife Dynapierre - Swiss Life REIM ont déclaré agir de concert

(3) Les sociétés Charles de Gaulle Neuilly - Primonial REIM et Primonial CapImmo ont déclaré agir de concert

(4) Droits de vote théoriques (nombre total de droits de vote attachés au nombre total d'actions, incluant les actions auto-détenues et privées de droit de vote)

1.2.3 Lien entre les sociétés participantes

A la date de signature du projet de fusion, il n'existait aucun lien de capital entre CARMILA et CARDETY.

Par ailleurs, il n'existe aucun mandataire social commun entre CARMILA et CARDETY, à l'exception de Monsieur Jacques Ehrmann, président de CARMILA et administrateur de CARDETY et de Monsieur Francis Mauger, président du conseil d'administration de CARDETY et membre du conseil d'administration statutaire de CARMILA.

1.3 Description de l'opération

1.3.1 Caractéristiques essentielles de l'apport

CARMILA et CARDETY sont convenues, aux termes du projet de fusion signé le 4 avril 2017, que, sous réserve de la réalisation des conditions suspensives reprises ci-après au paragraphe 1.3.2, CARMILA procèdera à l'apport de tous les éléments actifs et passifs, droits, valeurs et obligations, sans exception ni réserve, à la société bénéficiaire CARDETY.

Les caractéristiques essentielles de l'opération de fusion sont les suivantes :

- d'un point de vue comptable et fiscal, l'opération prendra effet à l'ouverture de l'exercice, soit le 1^{er} janvier 2017 ;
- en matière d'impôt sur les sociétés, l'opération de fusion est placée sous le régime de faveur prévu par l'article 210 A du Code général des impôts ;
- en matière de droits d'enregistrement, l'opération est soumise au droit fixe de 500 € en application des dispositions de l'article 816 du Code général des impôts.

1.3.2 Conditions suspensives

Les présents apports faits à titre de fusion sont soumis à la réalisation des conditions suspensives suivantes :

- l'enregistrement par l'Autorité des marchés financiers du document d'information à destination des actionnaires de la Société Absorbante qui sera établi en vue de l'admission des actions à émettre en rémunération de la fusion (Document E) ;
- la remise par les commissaires à la fusion d'un rapport sur les modalités de la fusion confirmant le caractère équitable du rapport d'échange retenu et d'un rapport sur la valeur des apports en nature ;
- l'obtention des confirmations demandées à l'administration fiscale en France par lettre du cabinet Bredin Prat en date du 3 février 2017 ;
- l'obtention des confirmations demandées à l'administration fiscale en Espagne par lettre du cabinet Garrigues en date du 13 janvier 2017 ;
- l'obtention d'une décision de l'Autorité des marchés financiers accordant à Carrefour le bénéfice d'une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique obligatoire visant les titres de la Société Absorbante en conséquence de la fusion, en application des dispositions des articles 234-9 et 234-10 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, au cas où les opérations envisagées dans le cadre de la fusion entraîneraient une telle obligation ;

- la consultation des obligataires de la Société Absorbée ;
- l'approbation de la fusion par l'assemblée générale des associés de la Société Absorbée ; et
- l'approbation de la fusion par l'assemblée générale des actionnaires de la Société Absorbante.

La constatation matérielle de la réalisation des conditions suspensives susvisées et de la réalisation définitive de la fusion pourra être établie, vis-à-vis de quiconque, par tous moyens appropriés.

Si une ou plusieurs conditions suspensives n'étaient pas réalisées le 31 décembre 2017 au plus tard, et sauf s'il y est renoncé d'un commun accord ou sauf prorogation d'un commun accord, le projet de fusion sera caduc de plein droit et CARMILA et CARDETY ne seront plus liées par aucune obligation stipulée par lui.

1.3.3 Description de l'apport

CARMILA apporte à CARDETY l'intégralité des éléments d'actif et de passif composant son patrimoine dans l'état où ils se trouveront à la date de réalisation définitive de la fusion.

Les actifs et les passifs apportés sont détaillés dans le projet de fusion et sont résumés comme suit :

- Total de l'actif apporté	4.862.112.990,17 euros
- Total du passif pris en charge	2.305.905.340,97 euros

Soit un actif net apporté de	2.556.207.649,20 euros

Conformément aux dispositions de l'article 743-1 du Règlement n°2014-03 du 5 juin 2014 de l'Autorité des normes comptables, la fusion s'analysant comme une opération réalisée entre des sociétés sous contrôle distinct sans prise de contrôle de la société absorbante, les apports ont été évalués à leur **valeur réelle** sur la base des comptes sociaux des sociétés participantes arrêtés au 31 décembre 2016.

1.3.4 Rémunération de l'apport

Méthode d'évaluation et détermination du rapport d'échange

Aux termes du projet de fusion, CARMILA et CARDETY ont retenu, pour la détermination du rapport d'échange des droits sociaux, leur valeur réelle respective estimée au 31 décembre 2016.

Aux termes de l'annexe 2.3 du projet de fusion, les valorisations de CARDETY et CARMILA ont été établies sur la base de leur actif net réévalué respectif, principalement selon la méthode de l'actif net réévalué historique, qui constitue une référence centrale pour la valorisation des sociétés foncières.

Le rapport d'échange entre les actions CARDETY et CARMILA a été établi en tenant également compte d'une valorisation multicritères qui intègre les méthodes d'évaluation traditionnellement utilisées dans le cadre de valorisations de sociétés immobilières (notamment l'actif net réévalué dynamique, l'actualisation des dividendes futurs, ainsi que, à titre secondaire, la méthode des *cash flows* courants par action historiques et prévisionnels, les transactions comparables et les multiples boursiers de sociétés comparables).

Aux fins de l'établissement du rapport d'échange, il a été tenu compte du nombre d'actions en circulation de CARDETY (soit 4.316.678 actions d'une valeur nominale unitaire de 6 €) et du nombre d'actions dilué (tenant compte des attributions d'actions gratuites précédemment intervenues) de CARMILA (soit 314.094.571 actions d'une valeur nominale unitaire de 1 €).

Sur la base des valeurs ainsi déterminées, le rapport d'échange a été fixé à 1 action de CARDETY pour 3 actions de CARMILA.

Augmentation de capital de CARDETY

Il résulte du rapport d'échange ci-dessus arrêté que les associés de CARMILA recevront, en échange des 313.654.694 actions composant le capital social de CARMILA, 104.551.551 actions nouvelles de CARDETY, à créer par cette dernière à titre d'augmentation de capital.

A l'issue de la réalisation définitive de la fusion, le capital de CARDETY sera ainsi augmenté d'une somme de 627.309.306 € pour le porter de 25.900.068 € à 653.209.374 €, représenté par 108.868.229 actions ordinaires de 6 € de valeur nominale chacune.

Les actions nouvelles susvisées seront, dès leur émission, entièrement assimilées aux actions existantes et soumises à toutes les dispositions statutaires de CARDETY. Elles porteront jouissance courante à partir de la date de leur émission.

Prime de fusion

La différence entre :

- la valeur nette des biens transmis par CARMILA à CARDETY dans le cadre de la fusion, soit 2.556.207.649,20 €, et
 - le montant nominal de l'augmentation de capital de CARDETY, soit 627.309.306 €,
- constituera le montant prévu de la prime de fusion, soit 1.928.898.343,20 €, inscrite au passif du bilan de CARDETY au compte « Prime de fusion » et sur laquelle porteront les droits des actionnaires anciens et nouveaux de CARDETY.

2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

2.1 Diligences mises en œuvre par les commissaires à la fusion

Notre mission s'inscrit parmi les autres interventions définies par la loi et prévues par le cadre conceptuel de notre doctrine professionnelle.

Elle a pour objet d'éclairer les actionnaires des sociétés CARDETY et CARMILA sur la rémunération des apports proposée. En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité. Elle n'implique pas non plus validation du régime fiscal applicable aux opérations.

Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc pas être utilisé dans ce contexte.

Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport qui constitue la fin de notre mission.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires conformément à la doctrine de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à ce type de mission.

Dans le cadre de notre mission, nous avons en particulier effectué les travaux suivants :

- Nous nous sommes entretenus avec les responsables en charge de l'opération de fusion envisagée tant pour comprendre l'opération proposée et le contexte dans lequel elle se situe que pour analyser les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales de cette opération ; nous avons pris connaissance des différents documents relatifs à l'opération envisagée et principalement du projet de fusion signé par CARMILA et CARDETY ; nous avons examiné l'évaluation retenue pour les sociétés concernées par la présente opération ; nous nous sommes assurés de la correcte mise en œuvre des méthodes appliquées et des calculs de valorisation qui en résultent et nous avons examiné les approches d'évaluation mises en œuvre et les paramètres financiers utilisés ;
- Afin de nous assurer de la fiabilité des états financiers et des informations comptables qui nous ont été communiqués, nous nous sommes assurés que les commissaires aux comptes ont certifié sans réserve les comptes sociaux et consolidés au 31 décembre 2016 de CARMILA et les comptes sociaux au 31 décembre 2016 de CARDETY ;
- Nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la direction de CARMILA et CARDETY sur les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

Enfin, nous avons effectué les travaux complémentaires qui nous ont paru nécessaires dans le cadre de l'appréciation de la rémunération de l'apport.

2.2 Méthodes d'évaluation et valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés parties au projet de fusion

2.2.1 Méthodes d'évaluation utilisées

La détermination de la valorisation de la Société Absorbée et de la Société Absorbante a été effectuée sur la base de deux rapports d'évaluation réalisés par les banques conseils de chacune des deux sociétés (CACIB et BNP Paribas). Ces rapports ont également servi de base à fixer une parité d'échange.

Les méthodes d'évaluation suivantes ont été retenues à titre principal pour valoriser les sociétés CARMILA et CARDETY :

- **L'actif net réévalué (ANR) EPRA et triple net EPRA** au 31 décembre 2016 : cette méthode a consisté à ajuster les capitaux propres par la mise à leur valeur de marché des actifs et passifs du bilan des sociétés participantes ;
- **L'actif net réévalué « dynamique »** : cette méthode a consisté à ajuster le dernier ANR disponible de la marge future actualisée attendue sur les opérations de promotion immobilières identifiées mais non encore démarrées ;

- **Actualisation des dividendes futurs** : cette méthode a consisté à valoriser les sociétés participantes à partir de la valeur actuelle des dividendes futurs. L'approche a été déclinée en deux hypothèses :
 - Dividendes 2016–2021 calculés en appliquant au plan d'affaires les hypothèses de distributions retenues par chaque société, puis valeur terminale estimée à partir d'un niveau de distribution normatif et soutenable à long terme ;
 - Dividendes calculés en appliquant au plan d'affaires et à la valeur terminale un taux de distribution normatif équivalent pour les deux sociétés participantes.

Les méthodes suivantes ont également été retenues à titre secondaire afin de vérifier la cohérence des résultats issus des méthodes utilisées à titre principal :

- Transactions récentes sur le capital : la méthode a consisté à retenir des valorisations extériorisées dans le cadre de transactions récentes sur le capital des sociétés participantes ;
- Cash-flow courants historiques et prévisionnels : la méthode a consisté à retenir des agrégats de cash-flows prévisionnels tenant compte de la croissance future et du développement des sociétés participantes ;
- Multiples de transactions comparables : la méthode a consisté à appliquer à CARDETY la prime offerte lors de transactions intervenues dans le même secteur ou présentant des caractéristiques similaires ;
- Multiples boursiers de sociétés comparables : la méthode a consisté à appliquer aux agrégats financiers de CARMILA et CARDETY les multiples observés sur un échantillon de sociétés foncières cotées comparables.

Le tableau ci-après présente les valeurs relatives par méthodes retenues des sociétés CARMILA et CARDETY :

Méthodes	Valeur 1 action CARDETY (en €)	Valeur 1 action CARMILA (en €)	Nombre actions CARMILA pour 1 action CARDETY
ANR historique :			
ANR EPRA au 31/12/2016 – Ajusté	24,93	8,79	2,836
ANR triple net EPRA au 31/12/2016 – Ajusté	24,93	8,39	2,971
ANR "dynamique" :			
Sur la base de l'ANR EPRA au 31/12/2016 ajusté	25,3	9,21	2,747
Actualisation des dividendes futurs :			
Méthode 1 : prévisions 2017-2021	26,1 – 29,8	8,84	2,959 – 3,377
Méthode 2 : taux de distribution normatif sur 2017-2021	23,6 – 27,2	8,83	2,669 – 3,084
Transactions récentes sur le capital			3,285
Cash-Flows courants			2,62-3,53
Transactions comparables :			
Prime sur dernier ANR EPRA			2,846
Prime sur dernier ANR EPRA triple net			3,012
Comparables boursiers :			
Primes sur ANR EPRA			2,570 – 2,903
Multiples de cash Flows courants			2,284
Dividend yield			3,988

2.2.2 Méthodes d'évaluation écartées

CARMILA et CARDETY ont écarté les méthodes suivantes :

- L'actif net comptable : approche non retenue au moment de la détermination de la parité d'échange compte tenue de pratiques comptables différentes entre les deux sociétés participantes ;
- Actualisation des flux de trésorerie disponibles : méthode considérée comme redondante avec l'approche ANR et d'actualisation des dividendes ;
- Cours de bourse historique : référence non applicable en raison de la faible liquidité du titre CARDETY et de l'absence de cotation de CARMILA ; et
- Objectif de cours des analystes financiers : référence non applicable en l'absence de suivi du titre CARDETY par les analystes financiers et de l'absence de cotation de CARMILA.

2.2.3 Commentaires et/ou observations des commissaires à la fusion sur les évaluations exposées dans le projet de fusion

Nous n'avons pas d'observation sur la justification des méthodes d'évaluation écartées par les sociétés participantes.

2.2.4 Méthodes et/ou critères complémentaires introduits par les commissaires à la fusion

Les sociétés concernées par l'opération de fusion sont des sociétés foncières. Les méthodes d'évaluation retenues à titre principal pour déterminer la parité d'échange sont usuellement retenues pour valoriser des sociétés ayant cette activité.

En outre, différentes méthodes d'évaluation ont également été mises en œuvre à titre secondaire afin de vérifier la cohérence des résultats fournis suite à la mise en œuvre des méthodes d'évaluation principales.

Par conséquent, nous n'avons pas appliqué de méthodes d'évaluation complémentaires.

2.2.5 Appréciation des valeurs relatives

Nous avons examiné les méthodes d'évaluation retenues pour établir la parité d'échange.

- Méthode de l'actif net réévalué (ANR) :

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres par rapport à la valeur de marché des actifs et passifs de la société concernée. Elle constitue un indicateur de référence pour la valorisation des sociétés foncières. Nous considérons la méthode de valorisation ainsi retenue comme étant la plus pertinente pour valoriser les actifs et passifs apportés.

La valorisation étant réalisée sur la base des comptes sociaux annuels de CARMILA arrêtés au 31 décembre 2016, nous avons également pris connaissance du rapport des commissaires aux comptes de CARMILA sur les comptes sociaux annuels ainsi que sur les comptes consolidés de l'exercice clos au 31 décembre 2016. Les comptes sociaux et consolidés de CARMILA ont été certifiés sans réserves ni observations par les commissaires aux comptes.

Nous avons également vérifié les principaux ajustements opérés aux valeurs nettes comptables afin de déterminer l'ANR. Les principaux retraitements sont les suivants :

- Cette approche a nécessité de valoriser l'ensemble du patrimoine immobilier détenu par les sociétés CARMILA et CARDETY via leurs filiales et sous-filiales. La valorisation des actifs immobiliers sous-jacents a été établie sur la base de rapports d'experts immobiliers (Cushman & Wakefield, Catella, CB Richard Ellis et Jones Lang Lasalle).

Il convient de préciser que les immeubles de placement en cours de construction ont été retenus pour leur juste valeur (c'est-à-dire en intégrant la marge correspondant à la différence entre la valeur d'expertise (hors droits) de l'actif à terminaison et son coût global de développement).

Nous avons pris connaissance des valorisations effectuées par les experts-immobiliers et vérifiés la cohérence des paramètres de calcul retenus. Nous avons effectué des sondages sur la valorisation des immeubles retenue composant le patrimoine des sociétés CARMILA et CARDETY.

Les méthodes retenues et l'application de celles-ci n'appellent pas de commentaires de notre part.

- Les ANR au 31 décembre 2016 des sociétés CARMILA et CARDETY ont par ailleurs été retraités des distributions en numéraire devant intervenir en 2017 avant l'approbation de l'opération de fusion (respectivement 0,20 € par action pour CARMILA et 1,88€ par action pour CARDETY).

Nous avons obtenu l'extrait des procès-verbaux certifiés conformes des délibérations des Conseils d'administration des sociétés CARMILA et CARDETY permettant de valider le retraitement ainsi opéré.

- Les dettes financières de CARMILA ont été ajustées à leur valeur réelle pour tenir compte de la moins-value latente sur les instruments dérivés de couverture de la dette pour un montant de 22.112.588 €. Par ailleurs, les dettes obligataires à taux fixe exprimées en valeur de marché à la date du 31 décembre 2016 ont donné lieu à la prise en compte d'une moins-value compte tenu de la baisse continue des taux d'intérêts sur la période. Cet ajustement représente une augmentation de la dette de 23.834.412 €.

Nous avons obtenu les contrats et les valorisations relatives aux dettes financières. Les ajustements effectués n'appellent pas de commentaires particuliers.

- **Actualisation des dividendes futurs :**

Nous avons vérifié la cohérence des plans d'affaires établis par les deux sociétés ayant permis de déterminer un taux de distribution normatif.

Nous avons également contrôlé la cohérence des paramètres retenus pour aboutir aux valorisations (taux d'actualisation, homogénéité du calcul des dividendes...).

Les vérifications effectuées sur les données utilisées et les calculs n'appellent pas de remarques particulières.

- **Autres méthodes d'évaluation retenues à titre secondaires :**

Nous nous sommes assurés de la cohérence des critères et paramètres retenus concernant les méthodes de valorisation retenues à titre secondaire.

Les méthodes ainsi mises en œuvre à titre secondaire n'appellent pas d'observations de notre part.

2 Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

2.2 Rapport d'échange proposé par les parties

Le rapport d'échange des droits sociaux a été fixé, d'un commun accord entre les sociétés participantes, à :

1 action de CARDETY

pour

3 actions de CARMILA

2.3 Diligences mises en œuvre par les commissaires à la fusion

Nos travaux ont consisté à analyser le positionnement de la parité proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes et à mesurer l'incidence de la parité proposée sur la situation future des actionnaires.

2.4 Appréciation et positionnement du rapport d'échange, commentaires et / ou observations éventuelles

Les mêmes méthodes d'évaluation ont été retenues pour valoriser CARMILA et CARDETY.

Sur la base des méthodes retenues à titre principal et exposées au paragraphe 2.2.1 du présent rapport, la fourchette de parités est comprise entre 2,80 et 3,20 actions CARMILA pour une action CARDETY.

L'analyse de l'ensemble des méthodes mises en œuvre fait apparaître un équilibre en retenant une parité de 3 actions CARMILA pour 1 action CARDETY.

La parité d'échange ainsi retenue nous apparaît cohérente eu égard à la moyenne des valorisations résultant de l'ensemble des méthodes mises en œuvre.

Le rapport d'échange déterminé entraînera que 41 actions formant rompus de CARMILA donneront lieu à une indemnisation en numéraire de 334,15 €.

3.4 Incidence du rapport d'échange sur la situation des différentes catégories d'actionnaires ou associés

Nous avons analysé l'impact de la parité d'échange sur la situation des actionnaires de CARDETY post opération de fusion.

Ainsi, un actionnaire détenant 1% du capital de CARMILA avant la fusion détiendra 0,9603% du capital de CARDETY post-fusion.

Un actionnaire détenant 1% du capital de CARDETY avant la fusion détiendra 0,0397 % du capital de CARDETY post-fusion.

Compte tenu du poids prépondérant de la valorisation globale de CARMILA par rapport à la valorisation globale de CARDETY, la dilution sera mécaniquement plus importante pour un actionnaire minoritaire de CARDETY que pour un actionnaire minoritaire de CARMILA.

Le tableau suivant présente une analyse de sensibilité de la dilution pour un actionnaire détenant 1% du capital de CARDETY avant la fusion :

Parité d'échange	2,80	2,85	2,90	2,95	3,00	3,05	3,10	3,15	3,20
% du capital détenu avant la fusion	1,000 0%	1,000 0%	1,000 0%	1,000 0%	1,000 0%	1,000 0%	1,000 0%	1,000 0%	1,000 0%
% du capital détenu après la fusion	0,037 1%	0,037 7%	0,038 4%	0,039 0%	0,039 7%	0,040 3%	0,040 9%	0,041 6%	0,042 2%

3 Synthèse - Points clés

3.2 Diligences mises en œuvre

Nous avons mis en œuvre les diligences nécessaires pour apprécier les valeurs relatives des actions de la Société Absorbée et de la Société Absorbante et vérifier le caractère équitable du rapport d'échange proposé.

3.3 Eléments essentiels ayant une incidence sur les valeurs et le rapport d'échange

Les valeurs relatives ont été déterminées sur la base d'une approche multicritères.

Les mêmes méthodes d'évaluation ont été retenues pour valoriser la Société Absorbée et la Société Absorbante.

Les valeurs relatives retenues pour les actions de la Société Absorbée et de la Société Absorbante ont été déterminées à partir de méthodes d'évaluation pertinentes, adaptées au secteur d'activité (immobilier) en retenant des critères, des paramètres et des hypothèses cohérentes.

Le rapport d'échange proposé correspond à un équilibre résultant de l'application de l'ensemble des méthodes de valorisation retenues et précisées au paragraphe 2.2.1 du présent rapport.

Nous n'avons pas de remarques particulières concernant le rapport d'échange retenu dans le projet de fusion.

Concernant l'actionnariat post-fusion, il convient de noter que l'effet dilutif sera plus important pour un actionnaire minoritaire de CARDETY que pour celui de CARMILA compte tenu du poids relatif plus important de la valorisation globale de CARMILA par rapport à la valorisation globale de CARDETY.

4 Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 1 action CARDETY pour 3 actions CARMILA arrêté par les sociétés participantes présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 03 mai 2017

Les commissaires à la fusion

FIDORG AUDIT

Représentée par

Eric Batteur



Signature numérique de ERIC BATTEUR
Lieu : 14000 CAEN, Basse-Normandie
FR
Date : 2017.05.03 11:09:40 +0200

SORGEM EVALUATION

Représentée par

Maurice Nussenbaum



Annexe : répartition du capital de CARDETY avant et après la fusion

Actionnariat	Nombre d'actions avant fusion	% du capital avant fusion	Nombre d'actions après fusion	% du capital après fusion
CRFP 13 (Carrefour SA) ⁽¹⁾	1 856 167	43,00%	1 856 167	1,70%
Delta Immo – Swiss Life REIM ⁽²⁾	832 065	19,28%	832 065	0,76%
SwissLife DynaPierre – Swiss Life REIM ⁽²⁾	85 960	1,99%	85 960	0,08%
Charles de Gaulle Neuilly – Primonial REIM ⁽³⁾	832 065	19,28%	832 065	0,76%
Primonial CapImmo ⁽³⁾	184 733	4,28%	184 733	0,17%
Public	515 416	11,94%	515 416	0,47%
Auto détention	10 272	0,24%	10 272	0,01%
CRFP 15 (Carrefour)			44 353 067	40,74%
Colkart (Colony)			13 880 606	12,75%
CAA Kart 2 (Predica)			12 168 946	11,18%
C Commerce 2 (Cardif)			11 672 852	10,72%
SAS Sogecar 2 (Sogecap)			6 333 020	5,82%
LVS II France II SAS (Pimco)			6 333 020	5,82%
SAS Kart–One (AXA)			5 835 926	5,36%
Kart SBS SAS 2 (Blue Sky Group)			2 192 984	2,01%
Kartam Associée (Amundi)			1 688 422	1,55%
Dirigeants et salariés			92 709	0,09%
Nombre total d'actions formant le capital	4 316 678	100,00%	108 868 229	100,00%