

**TEOREM LYON
31 RUE DU SOUVENIR
69009 LYON**

**TUDEL & ASSOCIES
139, BOULEVARD HAUSSMANN
75008 PARIS**

**Avenir Finance
Société Anonyme au capital de 1.571.953,20 €
402 002 687 RCS LYON
51, rue de Saint Cyr
69009 Lyon**

**Apports en nature
des titres des sociétés Realista, Inoprom, Inovalis AM et Inovalis PM et de leurs filiales détenus par
INOVALIS
à la société AVENIR FINANCE**

**Rapport des commissaires aux apports sur
la rémunération des apports**

SOMMAIRE

1	Présentation de l'opération	4
1.1	Contexte de l'opération	4
1.2	Sociétés concernées	4
1.2.1	Société bénéficiaire	4
1.2.2	Société apporteuse	4
1.2.3	Sociétés dont les titres sont apportés	4
1.2.4	Liens entre les sociétés	5
1.3	Description de l'opération	5
1.3.1	Caractéristiques essentielles de l'apport	5
1.3.2	Conditions suspensives	6
1.3.3	Rémunération des apports	6
2	Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions des sociétés participant à l'opération	7
2.1	Diligences mises en œuvre par les commissaires aux apports	7
2.2	Méthode d'évaluation et valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société bénéficiaire	8
2.2.1	Valorisation de l'apport	8
2.2.2	Valeur attribuée aux actions de la société bénéficiaire	8
2.3	Critères d'évaluation écartés	9
2.4	Commentaires des commissaires aux apports sur les évaluations exposées dans le projet de traité d'apport et le projet de document E	9
2.5	Critères complémentaires introduits par les commissaires aux apports	10
2.5.1	Approche de valorisation complémentaire écartée par nos soins	10
2.5.2	Cours de bourse	10
2.5.3	Approche analogique	11
2.6	Appréciation des valeurs relatives	11
3	Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée	11
4	Synthèse – Points clés	12
4.1	Diligences mises en œuvre	12
4.2	Éléments essentiels ayant une incidence sur la valeur de l'apport et la rémunération	12
5	Conclusion	13

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Lyon en date du 29 avril 2014 et concernant les apports en nature devant être effectués au profit de la société AVENIR FINANCE, nous avons établi le présent rapport prévu à l'article L. 236-22 du code de commerce et à la position-recommandation de l'Autorité des marchés financiers du 21 juillet 2011.

Notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports a été arrêtée dans le projet de traité d'apport signé par les représentants des sociétés concernées en date du 11 juin 2014. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de la rémunération. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicables à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société bénéficiaire sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le caractère équitable de la rémunération proposée 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.

Nous vous prions de prendre connaissance de nos constatations et de notre conclusion présentées ci-après, selon le plan suivant :

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

1 PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

Les modalités de réalisation de l'opération, exposées de façon détaillée dans le projet de traité d'apport et le document d'opération (document E) 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'un rapprochement d'Avenir Finance avec le Groupe Inovalis en vue de l'intégration de la globalité des activités de Services Immobiliers de ce dernier.

Inovalis apporterait la pleine propriété de l'intégralité des actions de Realista, Inoprom, Inovalis AM et Inovalis PM et de leurs filiales à Avenir Finance.

L'opération serait réalisée sous forme d'apport à titre pur et simple de l'intégralité des actions de Realista, Inoprom, Inovalis AM et Inovalis PM à Avenir Finance. Dans ce cadre, la société Avenir Finance serait valorisée 30 millions d'euros et les sociétés apportées dans le périmètre de rapprochement 60 millions d'euros.

Compte-tenu du rapport d'échange convenu entre les parties, Inovalis recevrait, en rémunération de son apport, 5 154 844 actions nouvelles d'Avenir Finance. De ce fait, Inovalis deviendrait l'actionnaire majoritaire d'Avenir Finance à hauteur de 66,66%.

1.2 SOCIÉTÉS CONCERNÉES

1.2.1 SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE

Avenir Finance est une société anonyme au capital de 1.571.953,20 euros, dont le siège social est situé 51, rue de Saint Cyr – 69009 Lyon, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 402 002 687, dont les actions sont admises à la négociation sur Eurolist (FR0004152874 AVF).

Une présentation complète de la société bénéficiaire est faite dans le document d'information sur l'opération visé par l'AMF.

1.2.2 SOCIÉTÉ APORTEUSE

Inovalis est une société anonyme au capital de 227.409 euros, dont le siège social est situé 52, rue Bassano – 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 420 780 835.

Inovalis a notamment pour activités la promotion immobilière, la gestion locative et la gestion d'actifs immobiliers. Elle détient directement l'intégralité des titres des sociétés présentées au point 1.2.3. ci-dessous.

1.2.3 SOCIÉTÉS DONT LES TITRES SONT APPORTÉS

Inovalis apporterait à Avenir Finance l'intégralité des titres composant le capital social des sociétés suivantes :

- Realista, société par actions simplifiée au capital de 40.000 euros dont le siège social est 52, rue de Bassano, 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le n° 443 856 885 ;

- Inoprom, société à responsabilité limitée au capital de 1.000 euros dont le siège social est 52, rue de Bassano, 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le n° 495 259 293 ;
- Inovalis Asset Management GmbH, société de droit allemand à responsabilité limitée au capital de 25.000 euros dont le siège social est Düsseldorf Str. 9, 60329 Frankfurt, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Francfort sous le n° HRB 85919 ;
- Inovalis Property Management GmbH, société de droit allemand à responsabilité limitée au capital de 25.000 euros dont le siège social est Düsseldorf Str. 9, 60329 Frankfurt, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Francfort sous le n°HRB 85837 ;

Une présentation détaillée des sociétés dont les titres sont apportés est incluse dans le document d'opération visé par l'AMF.

1.2.4 LIENS ENTRE LES SOCIÉTÉS

Il n'existe aucun lien capitalistique, contractuel ni de dirigeant commun entre la société apporteuse et la société bénéficiaire préalablement à l'opération d'apport.

1.3 DESCRIPTION DE L'OPÉRATION

1.3.1 CARACTÉRISTIQUES ESSENTIELLES DE L'APPORT

L'apport est un apport à titre pur et simple des actions apportées, à l'exclusion de tout autre élément tant d'actif que de passif.

Avenir Finance sera propriétaire des droits sociaux apportés à la date de l'apport.

Les actions nouvelles seront dès la date de l'apport, entièrement assimilées aux actions anciennes ; elles jouiront des mêmes droits et seront soumises à toutes les dispositions des statuts et aux décisions des assemblées générales.

Les actions nouvelles seront négociables dès la date de l'apport. Les actions nouvelles porteront jouissance à compter du 1^{er} janvier 2014.

Inovalis s'engage (en se portant fort de ses filiales), à ce qu'au plus tard à la date de l'apport, les opérations de restructuration suivantes aient été définitivement réalisées, et ne soient plus soumises qu'à la seule condition suspensive d'approbation de l'Apport par l'assemblée générale extraordinaire de la bénéficiaire :

- Cession pour un euro (1 €) par Inovalis à Realista de la propriété des marques Realista ;
- Résiliation des conventions existant à ce jour entre Inovalis et les sociétés apportées, sans indemnité de part ni d'autre ;
- Emission par Realista de titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) en faveur de Pearl, société à responsabilité limitée au capital de 1.000 euros, dont le siège social est 52 rue de Bassano, 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le n° 791 073 091, correspondant au montant de la créance en compte courant d'actionnaire d'un montant de 4.800.000 euros en principal et 223 876 euros d'intérêts courus à ce jour détenue par Pearl sur Realista. Les TSDI, d'un montant en principal de 5.000.000 euros, seront conformes au Term Sheet qui figure en Annexe A du contrat d'apport.

Inovalis, société apporteuse et Avenir Finance, société bénéficiaire des apports, déclarent opter pour le régime de faveur des apports partiels d'actifs mentionné à l'article 210 B du Code général des impôts, l'apport de titres réunissant les conditions prévues pour l'application dudit régime.

En effet, les actions apportées constituent l'intégralité du capital social de Realista, Inoprom, Inovalis AM et Inovalis PM.

Pour l'application de l'article 210 B du Code général des impôts, Inovalis, société apporteuse, prend l'engagement :

- de conserver les actions reçues en rémunération de l'apport pendant un délai minimum de trois ans à compter de la date de l'apport ;
- de calculer ultérieurement les plus-values (ou moins-values) résultant de la cession des actions reçues en rémunération de l'Apport d'après la valeur que les actions apportées avaient, du point de vue fiscal, dans ses propres écritures.

Avenir Finance s'engage, conformément aux dispositions de l'article 210 A du Code général des impôts, à calculer les plus-values (ou moins-values) résultant de la cession ultérieure des actions apportées, d'après la valeur que ces titres avaient, du point de vue fiscal, dans les écritures de l'apporteuruse.

Les sociétés Inovalis et Avenir Finance s'engagent à s'établir et à joindre à leur déclaration de résultat un état de suivi des plus-values en sursis d'imposition, tel que prévu par l'article 54 septies du Code général des impôts.

Avenir Finance s'engage à tenir le registre des plus-values en report d'imposition prévu par l'article 54 septies susvisé.

Le présent apport sera enregistré au droit fixe de cinq cents euros (500 €).

1.3.2 CONDITIONS SUSPENSIVES

L'apport ne deviendra définitif qu'après réalisation des conditions suivantes :

- Obtention d'une confirmation de l'Autorité des marchés financiers, sous la forme d'une décision définitive, du fait qu'une offre publique (OPA et OPR) sur les actions Avenir Finance n'est pas requise à raison ou en conséquence de l'Apport, la condition n'étant réputée réalisée qu'en cas d'absence d'obligation de dépôt d'une telle offre publique et après expiration du délai de recours des tiers, aucun recours n'ayant été formé ;
- Accord ou approbation préalable, lorsqu'ils sont légalement ou réglementairement requis, des autorités de tutelle relatifs à la réalisation de l'Apport, et notamment de l'AMF au titre de l'article L. 532-9-1 du Code monétaire et financier, de l'ACPR le cas échéant, etc ;
- Approbation de l'évaluation de l'apport et de l'augmentation de capital corrélative par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires.

La réalisation de ces conditions devra intervenir au plus tard le 31 juillet 2014 ; à défaut, le présent acte sera considéré comme non avenu, sans indemnité de part ni d'autre.

L'apport sera réalisé le jour de la réunion de l'assemblée générale extraordinaire d'Avenir Finance qui approuvera l'apport et la réalisation définitive de l'augmentation de son capital.

1.3.3 RÉMUNÉRATION DES APPORTS

L'apport évalué à la somme globale de soixante millions d'euros (60.000.000 €) est consenti et accepté moyennant l'attribution à Inovalis de 5.154.844 actions nouvelles Avenir Finance d'une valeur nominale

de soixante centimes d'euros (0,60 €) chacune, entièrement libérées, à créer par Avenir Finance à titre d'augmentation de son capital pour un montant de trois millions quatre-vingt-douze mille neuf cent six euros et quarante centimes (3.092.906,40 €).

La différence entre la valeur de l'apport (60.000.000 €) et le montant de l'augmentation de capital (3.092.906,40 €), constituera une prime d'apport d'un montant total de cinquante-six millions neuf cent sept mille quatre-vingt-treize euros et soixante centimes (56.907.093,60 €).

La prime d'apport globale de 56.907.093,60 euros sera inscrite à un compte spécial au passif du bilan sur lequel porteront les droits des actionnaires anciens et nouveaux et qui pourra recevoir toute affectation décidée par l'assemblée générale.

2 VÉRIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUÉES À L'APPORT ET AUX ACTIONS DES SOCIÉTÉS PARTICIPANT À L'OPÉRATION

2.1 DILIGENCES MISES EN ŒUVRE PAR LES COMMISSAIRES AUX APPORTS

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires conformément à la doctrine de la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes applicable à cette mission.

En particulier, nous avons :

- Rencontré parmi les membres de la direction d'Inovalis et d'Avenir Finance, les personnes en charge de la réalisation de l'opération, sous ses aspects financiers et juridiques ;
- Pris connaissance des travaux d'évaluation de l'apport, de la société bénéficiaire et procédé à des analyses complémentaires par référence notamment aux données de marché disponibles. En particulier nous avons procédé à l'analyse du rapport d'évaluation de la société bénéficiaire rendu par un expert externe le 16 avril 2014 ;
- Pris connaissance des travaux et du pré rapport de l'expert indépendant Ricol Lasteyrie Corporate Finance, en date du 10 Juin 2014 ;
- Procédé à nos propres travaux de valorisation de l'action Avenir Finance sur la base des approches présentées ci-après au paragraphe 2.5 ;
- Examiné les documents juridiques relatifs à l'opération et en particulier les versions les plus récentes du projet de traité d'apport et de la note d'opération (document E) ;
- Pris connaissance des rapports des commissaires aux comptes sur les comptes annuels et consolidés de la bénéficiaire de l'exercice clos au 31 décembre 2013 ;
- Revu les procès- verbaux des assemblées générales et des conseils d'administration d'Inovalis et d'Avenir Finance ;
- Obtenu une lettre d'affirmation de la direction d'Avenir Finance 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 MÉTHODE D'ÉVALUATION ET VALEURS RELATIVES ATTRIBUÉES À L'APPORT ET AUX ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE

2.2.1 VALORISATION DE L'APPORT

L'apport des titres est effectué à la valeur réelle.

Par dérogation, conformément au règlement CRC n°2004-01 modifié par le règlement CRC n° 2005-09, lorsque les apports sont évalués à la valeur nette comptable et que l'actif net comptable apporté est insuffisant pour permettre la libération du capital, les valeurs réelles des éléments apportés doivent être retenues. Cette dérogation ne s'applique qu'au seul cas d'apport à une société ayant une activité préexistante. Au cas particulier, dès lors que l'actif net comptable apporté est insuffisant pour permettre la libération du capital, la valeur de l'apport est déterminée sur la base de la valeur réelle des actions apportées, à l'issue d'une évaluation multicritères, réalisée conjointement et contradictoirement par les parties.

Notre opinion sur les valeurs individuelles et la valeur globale de l'apport est présentée dans notre rapport sur la valeur des apports.

La valeur totale des Actions Apportées à soixante millions d'euros (60.000.000 €), réparti comme suit :

50 000 000 euros pour Realista, soit un prix de 50 000 euros par action ;

5 000 000 euros pour Inoprom, soit un prix de 50 000 euros par part ;

3 000 000 euros pour Inovalis AM, soit un prix de 3 000 000 euros par part ;

2 000 000 euros pour Inovalis PM, soit un prix de 80 euros par part ;

2.2.2 VALEUR ATTRIBUÉE AUX ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE

Les actions d'Avenir Finance sont évaluées en valeur réelle sur la base d'un rapport d'évaluation d'un expert externe qui a retenu une évaluation multicritères.

Analyse du rapport d'évaluation de l'expert concernant Avenir Finance

Le rapport de l'expert fait ressortir une fourchette de valeurs issue de deux critères (somme des parties à l'aide de multiples de comparables boursiers et cours de bourse) qui situe la valeur des fonds propres entre 30 et 36 M€. Soit une valeur par action comprise entre 9,5 € et 11,8 €, l'expert ayant retenu un nombre d'actions d'environ 3 202 000^{*}.

Le critère de la somme des parties est construit sur la base d'une approche analogique. Il s'agit d'appliquer aux agrégats des principales activités d'Avenir Finance les multiples de comparables boursiers relevant d'activités similaires. L'expert retient 3 activités principales : la gestion privée, la gestion d'actifs financiers et la gestion d'actifs immobiliers.

L'échantillon retenu pour la gestion privée présente une taille et une rentabilité nettement supérieures à celle d'Avenir Finance. Une décote forfaitaire de 35 % a donc été appliquée. Le multiple retenu par l'expert est le P/E, ce qui nous semble pertinent. On relèvera que la participation de Sicavonline et Sicavonline Partenaires est valorisée selon la valeur de la dernière transaction effectuée en décembre 2013. Cette estimation de la valeur de cette participation nous paraît cohérente et suffisamment récente.

^{*} Ce nombre de titres comprend l'intégralité des instruments financiers donnant potentiellement accès au capital à la date des travaux de l'expert soit environ 3202000.

L'échantillon retenu pour la gestion d'actifs financiers présente une taille nettement plus élevée et une rentabilité assez proche d'Avenir Finance. Dès lors, l'application d'une décote forfaitaire de 35 % aux multiples d'EBIT et de P/E nous semble conservatrice, malgré un souci bien fondé d'homogénéité des méthodes. Le multiple de P/E demeure le plus pertinent à notre avis.

L'échantillon retenu pour la gestion d'actifs immobiliers présente également des caractéristiques de taille et de rentabilité nettement supérieures à celles d'Avenir Finance, ce qui nous semble justifier l'application par l'expert d'une décote forfaitaire de 35 %.

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres sont répartis par activité à l'exception d'une trésorerie nette non affectée représentant notamment le potentiel de trésorerie issu de l'exercice des instruments financiers donnant accès au capital.

Le critère du *cours de bourse* a été retenu à juste titre par l'expert externe. L'analyse de la liquidité fait apparaître une certaine rotation du flottant même s'il s'agit d'une capitalisation modeste. L'évolution du cours de bourse sur les six derniers mois précédant l'annonce de l'opération paraît cohérent et en ligne avec la communication financière. L'expert a retenu le cours moyen pondéré par les volumes du mois précédent l'annonce.

2.3 CRITÈRES D'ÉVALUATION ÉCARTÉS

L'expert externe a rejeté un certain nombre de critères, notamment les approches patrimoniales et les méthodes intrinsèques. L'approche analogique reposant sur des transactions comparables a été écartée aussi.

Dans le cadre de nos travaux de contrôle et de revue de la valeur de l'action Avenir Finance déterminée par l'expert, la société et ses conseils, le rejet de certains critères est justifié comme suit :

- les approches patrimoniales ne prennent pas en compte les perspectives de développement ;
- les approches intrinsèques liées au dividende et au résultat net sont trop aléatoires en raison de l'absence de communication de la société sur ces éléments ;
- les critères analogiques reposant sur des transactions comparables ne sont pas adaptés à la nature de la présente opération ;
- l'approche par les DCF, (somme des parties ou globale) n'est pas retenue compte tenu d'un exercice de prévision moins long et moins structuré que celui du groupe Inovalis.

2.4 COMMENTAIRES DES COMMISSAIRES AUX APPORTS SUR LES ÉVALUATIONS EXPOSÉES DANS LE PROJET DE TRAITÉ D'APPORT ET LE PROJET DE DOCUMENT E

Le projet de Document E présente au paragraphe 322 l'intérêt du rapprochement avec AGEAS qui a eu lieu fin 2013.

Ce même projet de Document présente dans les paragraphes 212, 2516 les motifs et les buts de l'Opération d'apport. Il expose à son paragraphe 34 l'ensemble des risques et opportunités qui ont été perçus par la direction de la société et au paragraphe 3261 les risques liés à l'opération d'apports notamment le fait que les apports renforceront l'activité immobilière du groupe, qui deviendra prépondérante.

2.5 CRITÈRES COMPLÉMENTAIRES INTRODUICTS PAR LES COMMISSAIRES AUX APPORTS

2.5.1 APPROCHE DE VALORISATION COMPLÉMENTAIRE ÉCARTÉE PAR NOS SOINS

L'évaluateur externe a retenu une somme des parties à l'aide des multiples observés sur des sociétés cotés comparables. La valeur du groupe correspond alors à la somme des valeurs individuelles des différentes activités agrégée de la trésorerie nette résiduelle qui n'est pas affectable aux différentes activités.

Dans le cadre de la présente opération et afin d'obtenir des critères homogènes pour analyser la rémunération, nous avons privilégié une approche analogique basée sur un échantillon de comparables d'Avenir Finance tel que nous l'avons fait pour les apports.

Enfin pour le calcul de nombre de titres d'Avenir Finance, nous avons retenu un chiffre différent provenant de l'exploitation des données annuelles contenues dans les dernières publications au 31 décembre 2013 soit 2 764 185.

Nb d'actions au 31/12/2013	2 541 685
BSPCE exerçables	222 500
	2009 35 000
	2010 37 500
	2010 50 000
	2014 100 000
Nb d'actions au 31/12/2013 yc Instruments dilutifs	2 764 185

2.5.2 COURS DE BOURSE

Notre analyse du cours de bourse n'est pas fondamentalement différente de celles effectuées par ailleurs. Le lecteur pourra se reporter aux présentations du cours et notamment celle contenue dans le projet de document E.

Néanmoins, au regard de la faible capitalisation, du peu de suivi par les analystes et des effets d'un marché plutôt haussier, le cours moyen pondéré par les volumes sur les trois derniers mois avant annonce de l'opération nous semble être une référence pertinente, plutôt qu'un cours spot ou la moyenne pondérée par les volumes du mois précédent l'annonce.

En effet, il faut noter une brusque accélération du cours, passé d'une moyenne de 7 € environ en 2013 à plus de 10 € depuis Février 2014 ; celle-ci s'explique selon nous en partie par l'annonce du rapprochement avec le groupe Inovalis et anticipe les effets de ce rapprochement à savoir, une plus forte capitalisation boursière rendant le titre plus attractif pour les investisseurs professionnels et une meilleure liquidité.

†	€/action	VFP [‡]
Cours de clôture (le 30/05/2014)	10,2	28 141 987
CMPV [§] 1 mois	10,7	29 521 496
CMPV 3 mois	9,9	27 498 112
CMPV 6 mois	8,5	23 506 629

† Source : infinancials, 06/06/2014

‡ Valeur des fonds propres

§ Cours moyen pondéré par les volumes

2.5.3 APPROCHE ANALOGIQUE

Pour ce critère, nous avons sélectionné un échantillon de comparables boursiers ** et avons retenu les multiples d'EBIT 2014 et 2015 lorsqu'ils étaient disponibles.

En comparant les marges et la taille des sociétés de la sélection par rapport à celles d'Avenir Finance, nous appliquons une décote de 20 % aux multiples moyens.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'effectue à l'aide de la dette financière nette et de la trésorerie résiduelle.

Les résultats de cette approche sont présentés dans le tableau ci-dessous

	2014	2015	Moyenne
VFP en €	24 790 300	37 224 400	31 007 300
NB titres	2 764 200	2 764 200	2 764 200
Valeur par action	9,0	13,5	11,2

2.6 APPRÉCIATION DES VALEURS RELATIVES

Notre appréciation de la valeur de l'apport est contenue dans notre rapport sur la valeur des apports. La valeur de l'apport de 60 000 000 € n'appelle pas d'autre commentaire de notre part.

Les valeurs unitaires des actions Avenir Finance émises en rémunération de l'apport, obtenues par l'application des différentes méthodes de valorisation sont présentées dans le tableau ci-dessous.

<i>prix unitaire par action</i>	Comparable boursiers	Cours de bourse
Valeur basse	9	9,9
Valeur haute	13,5	10,7

Ainsi, le prix de l'action retenu, soit 10,85 €, pour la rémunération de l'apport de 60 000 000 € se situe dans une fourchette acceptable des valeurs possibles.

3 APPRÉCIATION DU CARACTÈRE ÉQUITABLE DE LA RÉMUNÉRATION PROPOSÉE

** Lebon ; Mar City PLC ; Janus Capital Group Inc

L'opération d'apport étant celle de différentes lignes de titres représentant une *branche d'activité*, le caractère équitable de la rémunération proposée résulte non pas d'un rapport d'échange mais de la valeur unitaire des actions Avenir Finance émises en rémunération de l'apport.

Nous attirons toutefois l'attention sur le fait que les apports vont renforcer le caractère immobilier de l'activité du groupe Avenir Finance. Les valeurs immobilières sont davantage dépendantes de la politique monétaire et du coût de la dette et donc de l'inflation que les valeurs boursières non immobilières. Leur valeur varie davantage en fonction de critères conjoncturels et économiques.

Toutefois, les apports devraient améliorer la liquidité du titre et donc de l'ensemble des actifs y compris ceux qui sont apportés. Le renforcement de la capitalisation boursière, rendra le titre plus attractif pour les investisseurs professionnels.

4 SYNTHÈSE – POINTS CLÉS

4.1 DILIGENCES MISES EN ŒUVRE

Nos travaux mis en œuvre pour apprécier la rémunération de l'apport ne font pas apparaître de valorisations sensiblement différentes de celles de l'expert externe diligenté par les Parties, malgré l'application de critères différents.

Nous nous sommes assurés que les exercices d'évaluation faits par les Parties et leurs conseils sont *stand alone* et ne tiennent pas compte d'éventuelles synergies liées à l'opération ni de prime de contrôle.

4.2 ÉLÉMENTS ESSENTIELS AYANT UNE INCIDENCE SUR LA VALEUR DE L'APPORT ET LA RÉMUNÉRATION

Les points à souligner en fonction du critère retenu pour Avenir Finance (projet de document E) peuvent se résumer comme suit :

- Cours de bourse ;
- Multiples de comparables boursiers ;
- DCF ;

Les éléments dont il faut tenir compte pour la valeur de l'apport sont les suivants :

- Valeur réelle vs Valeur comptable
- DCF
- Multiples de comparables boursiers

Tant la valeur de l'apport que celle des actions émises en rémunération sont déterminées par des méthodes usuelles pour des sociétés relevant du secteur des services immobiliers. Le prix de l'action Avenir Finance retenu dans l'opération se situe dans le haut d'une fourchette des valeurs acceptables.

La méthode des DCF a été écartée car nous n'avons obtenu de la direction qu'une prévision d'activité sur trois ans que nous avons jugée trop courte pour l'utiliser ; la direction nous a fait parvenir mais dans un délai trop court pour pouvoir exercer des diligences une prévision d'activité sur un horizon de cinq ans ; la valeur obtenue par les DCF confirme la valeur obtenue par les autres méthodes. Il est à noter

que l'expert indépendant a pu établir une extrapolation des plans d'affaires sur 2017-2018 afin d'obtenir un horizon explicite de cinq ans ce qui participe à sa conclusion que les conditions financières retenues par les parties sont conformes aux intérêts respectifs des sociétés concernées et équitables pour leurs actionnaires.

§ CONCLUSION

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération proposée pour l'apport conduisant à émettre 5.154.844 actions Avenir Finance arrêtée par les parties présente un caractère équitable.

Fait à Lyon et Paris,

Le 26 juin 2014

Les commissaires aux apports

TEOREM LYON

Philippe BAU



TUDEL & ASSOCIES

Michaël FONTAINE

