

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 valeur des apports

SOMMAIRE

1	<i>Présentation de l'opération et description des apports</i>	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	7
1.4	Présentation des apports	7
1.4.1	Méthode d'évaluation retenue	7
1.4.2	Description des apports	7
2	<i>Diligences et appréciation de la valeur des apports</i>	7
2.1	Diligences mises en œuvre par les commissaires aux apports	8
2.2	Appréciation de la méthode de valorisation des apports et de sa conformité à la réglementation comptable	9
2.3	Réalité des apports	9
2.4	Appréciation de la valeur des apports	11
2.4.1	Méthodes écartées	11
2.4.2	Méthodes retenues	12
3	<i>Synthèse – Points clés</i>	15
3.1	Diligences mises en œuvre	15
3.2	Éléments essentiels ayant une incidence sur la valeur	16
4	<i>Conclusion</i>	17

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. 225-147 du code de commerce.

La société Avenir Finance ayant émis des titres admis à la négociation sur un marché réglementé, nous rendons compte, dans un autre rapport, de l'équité du rapport d'échange conformément aux stipulations de l'article L.236-22 du code de commerce et à la position-recommandation de l'Autorité des marchés financiers du 21 juillet 2011.

L'apport envisagé a été arrêté 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 une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. 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 à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par la société bénéficiaire des apports augmentée de la prime d'émission. 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 et description des apports**
- 2. Diligences accomplies et appréciation de la valeur des apports**
- 3. Synthèse – Points clés**
- 4. Conclusion.**

1 PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

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 Assets Management (Inovalis AM) et Inovalis Property Management (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 évaluée 30 millions d'euros et les titres des sociétés apportés dans le périmètre de rapprochement seraient évalués 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 (Inovalis AM), 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 (Inovalis PM), 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 ;
- 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'apporteuse.

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 avvenu, 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.

1.4 PRÉSENTATION DES APPORTS

1.4.1 MÉTHODE D'ÉVALUATION RETENUE

La valeur des apports a été déterminée par les parties sur la base d'un rapport d'évaluation établi par un expert à la demande des parties en date du 29/04/2014 reposant sur la mise en œuvre d'une approche multicritères comprenant les critères suivants :

- Une approche intrinsèque sur la base des flux prévisionnels de trésorerie actualisés ;
- Une approche analogique sur la base des multiples d'EBITDA et d'EBIT d'un échantillon de comparables cotés ;
- Une approche patrimoniale par la construction d'un Actif Net Réévalué (ANR)

Notre analyse du rapport de l'expert est présentée au § 2.2 du présent rapport.

1.4.2 DESCRIPTION DES APPORTS

L'apporteur apporte à la bénéficiaire la pleine et entière propriété de :

- 1000 actions Realista pour un montant total de 50 M€ ;
- 100 parts Inoprom pour un montant total de 5 M€;
- 1 part Inovalis AM pour un montant total de 3 M€ ;
- et 25 000 parts Inovalis PM pour un montant total de 2 M€

Ces actions et parts représentant l'intégralité des actions ou parts composant le capital de ces sociétés.

L'apport global des quatre lignes de titres a été évalué à 60 M€.

ZDILIGENCES ET APPRÉCIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

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 menés par les experts des deux groupes et en particulier le rapport d'évaluation concernant Inovalis rendu en date du 29 avril 2014, ainsi que le pré rapport de l'expert indépendant, le cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance en date du 10 Juin 2014 ;
- Analysé les paramètres d'évaluation utilisés par les évaluateurs externes et confronté leurs estimations à nos travaux ;
- Examiné les documents juridiques relatifs à l'apport et notamment les comptes d'actionnaires et les registres de mouvement de titres afin de nous assurer de la propriété des titres apportés ;
- Revu les rapports de *due diligence* comptables, juridiques effectués par les conseils de la société bénéficiaire sur le groupe Inovalis ;
- Etudié les différents éléments de cadrage des plans d'affaires avec l'exercice budgétaire et les états financiers de manière à nous assurer de la robustesse et de la cohérence des prévisions ;
- Pris connaissance des rapports des commissaires aux comptes des deux groupes sur l'exercice clos le 31 décembre 2013, des comptes annuels des différentes entités dont les titres sont apportés et les procès-verbaux des organes décisionnels notamment ceux relatifs à l'opération ;
- Apprécié le formalisme rattaché à l'option pour le régime fiscal de faveur prévu à l'article 210 B du CGI ;
- Echangé avec les différents conseils associés à l'opération ;
- Revu les rapports d'expertise immobilière relatifs aux projets significatifs ;
- Vérifié, jusqu'à la date du présent rapport, l'absence de faits ou d'événements susceptibles de remettre en cause la valeur des apports ;
- Analysé les valeurs individuelles proposées dans le projet de traité d'apport ;
- Apprécié globalement la valeur des apports considérés dans leur ensemble par la réalisation d'une approche directe ;
- Obtenu une lettre d'affirmation de la direction d'Inovalis 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 notre mission.

2.2 APPRÉCIATION DE LA MÉTHODE DE VALORISATION DES APPORTS ET DE SA CONFORMITÉ À LA RÉGLEMENTATION COMPTABLE

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.

Analyse du rapport d'évaluation de l'expert concernant l'apport

La valeur réelle extériorisée par l'expert externe est une moyenne arithmétique des valeurs obtenues par l'utilisation des trois critères présentés au §1.4 du présent rapport. Aucune prime de contrôle n'est intégrée et une prime de non liquidité a été retenue.

L'approche DCF est effectuée sur la base d'un plan d'affaires 2014-2018 préparé par le management d'Inovalis qui repose selon l'expert sur des hypothèses ambitieuses et volontaristes. Il apparaît qu'à la simple comparaison avec des sociétés cotées comparables, les prévisions de croissance de chiffre d'affaires et de marge sont supérieures à celles de l'échantillon de comparables retenu par l'expert.

Nous relevons cependant que le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres comprend une ligne de provisions complémentaires.

Les paramètres financiers utilisés par l'expert sont conservateurs notamment le taux d'actualisation qui intègre un taux sans risque, une prime de risque de marché et une prime de risque spécifique assez élevés.

L'approche analogique est construite à l'aide des multiples moyens d'EBIT et d'EBITDA des comparables boursiers de l'échantillon retenu sur une période allant de 2013 à 2015. Ces multiples sont décotés forfaitairement de 20 % afin de tenir compte de la taille et de la liquidité modestes d'Inovalis par rapport à l'échantillon de comparables. Cependant, l'échantillon de comparables extériorise des marges prévisionnelles largement inférieures à Inovalis. Dès lors, l'application d'une décote forfaitaire sur les multiples de 20 % alors que la moyenne des marges de l'échantillon représente moins de la moitié de la marge d'Inovalis apparaît comme très conservateur.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est identique à celui employé pour l'approche DCF.

L'approche patrimoniale (méthode de l'actif net réévalué-ANR)

La détermination de l'ANR par l'expert consiste à rajouter à la dernière situation nette comptable disponible retraitée des éléments hors bilan, la revalorisation des fonds de commerce rattachés aux différentes activités d'Inovalis. Cette approche nous semble moins pertinente que les autres, dans la mesure où l'évaluation des fonds de commerce est effectuée de manière très forfaitaire par l'application d'un multiple au chiffre d'affaires de l'activité.

2.3 RÉALITÉ DES APPORTS

Les apports sont uniquement constitués de titres ; ainsi la réalité des apports peut être matérialisée par la pleine propriété et la libre cessibilité des actions d'Inovalis et de ses filiales.

S'agissant d'une opération d'apport de titres uniquement, nous sommes amenés à apprécier la valeur réelle des titres. La valeur globale de l'apport étant la somme arithmétique de l'ensemble des actions apportées.

Les critères de l'Actif Net Réévalué et des Comparables Boursiers sont présentés pour l'ensemble du périmètre objet de l'apport mais ne sont pas appliqués de manière individuelle pour chaque apport de titres.

Nos commentaires sur les valeurs individuelles sont détaillés comme suit :

Realista

Realista SAS filiale à 100% d'Inovalis détient quasiment l'intégralité des titres des sociétés Adyal Property Management, Adyal Facilities SAS, Adyal Conseil, Adyal Grands Comptes, Ametis, Realista Residences.

L'apport consiste en 1000 actions Realista d'une valeur réelle unitaire de 50 000 € pour un montant total de 50 M€.

Nous nous sommes assurés de la pleine propriété et de la libre cessibilité des différentes lignes de titres des sociétés du sous-ensemble Realista.

Nous avons obtenu les rapports des commissaires aux comptes certifiant sans réserve les comptes du sous-ensemble Realista pour l'exercice clos le 31 décembre 2013.

Les prévisions d'activité du sous-groupe Realista ont été réparties par ligne d'activité principalement et au plus juste des structures juridiques existantes qui portent ces activités.

La construction de la valeur réelle des titres pour le critère du DCF (*Discounted cash-flow*) comprend les mêmes paramètres financiers que le périmètre complet Inovalis, à l'exception de Realista Residences. L'élaboration du flux normatif présente les mêmes caractéristiques que celles utilisées pour le périmètre Inovalis objet des apports, à l'exception de Realista Residences.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est impacté des éléments propres au sous ensemble Realista.

Realista Residences

Cette société en démarrage est spécialisée dans les études et le conseil immobilier. Les prévisions d'activité et de croissance sont ambitieuses à partir de 2015. On retiendra cependant que les paramètres financiers retenus dans le cadre de la construction du DCF sont raisonnables, notamment un taux d'actualisation supérieur à 25%.

La ligne Realista Residences est valorisée séparément puis intégrée dans la valeur des fonds propres du périmètre objet de l'apport.

Inoprom

Inoprom est une filiale à 100% détenue par Inovalis dont l'activité est de percevoir des honoraires de maîtrise d'ouvrage.

L'apport consiste en 100 parts d'une valeur réelle unitaire de 50 000 € pour un montant total de 5 M€.

Nous nous sommes assurés de la pleine propriété et de la libre cessibilité des titres Inoprom. Nous avons obtenu les rapports des commissaires aux comptes certifiant sans réserve les comptes pour l'exercice clos le 31 décembre 2013.

Les prévisions d'activité de la société ont été élaborées sur la base d'un plan d'affaires individualisé.

La construction de la valeur réelle des titres pour le critère du DCF comprend les mêmes paramètres financiers que le périmètre complet Inovalis. L'élaboration du flux normatif présente les mêmes caractéristiques que celles utilisées pour le périmètre Inovalis objet des apports.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est impacté des éléments propres à Inoprom.

Inovalis AM

Inovalis AM est une société allemande d'Asset Management filiale à 100% d'Inovalis. Nous nous sommes assurés de la pleine propriété et de la libre cessibilité des titres Inovalis AM.

L'apport consiste en 1 part d'une valeur réelle unitaire de 3 000 000 € pour un montant total de 3 M€.

Nous avons obtenu les rapports des commissaires aux comptes certifiant sans réserve les comptes pour l'exercice clos le 31 décembre 2013.

Les prévisions d'activité de la société ont été élaborées sur la base d'un plan d'affaires individualisé.

La construction de la valeur réelle des titres pour le critère du DCF comprend les mêmes paramètres financiers que le périmètre complet Inovalis. L'élaboration du flux normatif présente les mêmes caractéristiques que celles utilisées pour le périmètre Inovalis objet des apports.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est impacté des éléments propres à Inovalis AM.

Inovalis PM

Inovalis PM est une société allemande de Property Management filiale à 100% d'Inovalis. Nous nous sommes assurés de la pleine propriété et de la libre cessibilité des titres Inovalis PM.

L'apport consiste en 25 000 parts d'une valeur réelle unitaire de 80 € pour un montant total de 2 M€.

Nous avons obtenu les rapports des commissaires aux comptes certifiant sans réserve les comptes pour l'exercice clos le 31 décembre 2013.

Les prévisions d'activité de la société ont été élaborées sur la base d'un plan d'affaires individualisé.

La construction de la valeur réelle des titres pour le critère du DCF comprend les mêmes paramètres financiers que le périmètre complet Inovalis. L'élaboration du flux normatif présente les mêmes caractéristiques que celles utilisées pour le périmètre Inovalis objet des apports.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est impacté des éléments propres à Inovalis PM.

2.4 APPRÉCIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

2.4.1 MÉTHODES ÉCARTÉES

L'évaluateur externe a écarté à juste titre certaines approches intrinsèques liées au bénéfice et au dividende. En l'absence d'éléments prévisionnels sur ces éléments, nous écartons également ces approches.

Concernant les méthodes analogiques, l'expert externe n'a pas retenu les multiples de transactions comparables. Sachant que les commissaires aux apports apprécient la valeur des apports avant l'opération de rapprochement, le fait de retenir des multiples contenant implicitement des primes de contrôle ne nous semble pas approprié.

Compte tenu des historiques comptables variés des différentes sociétés dont les titres sont apportés et du caractère sommaire des réévaluations des fonds de commerce, nous avons écarté les approches patrimoniales.

2.4.2 MÉTHODES RETENUES

2.4.2.1 Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie

Plan d'affaires

Nous n'avons pas mené de travaux d'analyse spécifiques nous permettant de considérer le plan d'affaires comme une base fiable. Cependant, la revue des due diligences effectuées sur ces plans et les échanges avec les directions financières concernant les plans d'affaires repris dans les différents rapports d'expert, nous permettent d'obtenir un certain confort sur la validité des données utilisées pour chaque ligne significative de ces plans d'affaires.

Afin de déterminer les flux futurs de trésorerie à actualiser, nous avons utilisé le plan d'affaires établi et communiqué par la société INOVALIS qui couvre la période 2014 - 2018, soit 5 exercices.

S'agissant des prévisions, elles représentent les meilleures estimations de la capacité de la société INOVALIS à tirer profit de la croissance du marché compte tenu de sa notoriété mais sans les bénéfices et les synergies liés au nouvel ensemble. De ce fait, nous les avons considérées comme le cas le plus favorable susceptible d'induire la meilleure valeur pour les actionnaires.

Le plan d'affaires est construit sur la base des principales hypothèses suivantes :

- un chiffre d'affaires en croissance de 50 % sur une période de 5 ans ;
- une croissance raisonnable de l'EBITDA sur la durée explicite du plan d'affaires ;
- une imputation des déficits reportables sur la durée du plan d'affaires en fonction des bénéfices imposables réalisés sur lesquels l'imputation peut être faite.

Flux normatif

Le flux normatif pour le périmètre a été construit en ligne avec la dernière année du plan d'affaires idoine en retenant les taux d'EBITDA et d'EBIT par rapport au chiffre d'affaires de 2018. Par souci de simplification et en raison des difficultés à produire des éléments prévisionnels stables en matière de politique d'investissement et de gestion du BFR, le flux normatif s'arrête à la détermination d'un EBIT fiscalisé au taux d'impôt sur les sociétés actuel. Cette construction nous semble correcte.

Taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini

Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital (CMPC). Il résulte de la moyenne pondérée du coût de la dette et du coût des fonds propres. On relèvera que la structure d'endettement cible n'a pas fait l'objet d'une analyse approfondie par les Parties.

Le coût des fonds propres se définit comme le taux de rentabilité exigé par les actionnaires, c'est-à-dire le taux de rendement exigé par des investisseurs pour des fonds propres investis dans un actif de même risque que les titres de la société Inovalis.

Le coût des fonds propres se compose de quatre éléments :

Un taux sans risque de 3,00 %, taux sans risque constaté sur une longue période. Ce taux sans risque est généralement représenté par le taux de rendement des obligations à long terme émises par l'Etat français. L'information est fournie par l'Agence France Trésor qui a pour mission de gérer la dette de la France. L'indicateur généralement retenu est le TEC 30 ans qui représente le taux de rendement

actuariel d'une OAT fictive d'échéance égale à 30 ans. Nous avons retenu le taux moyen des 3 derniers mois.

Une prime de risque de marché de 5,00 %, prime de risque constatée sur longue période. Cette prime est fonction des risques anticipés sur le marché des actions. Elle s'exprime par une différence entre le rendement espéré sur le marché des actions et le taux sans risque analysé précédemment. A titre d'information, la prime de risque marché publiée par le professeur Damodaran est de 5,60 % pour 2013.

Un bêta de 0,87. Cet indicateur, appelé « bêta », est l'élément essentiel du calcul du coût des fonds propres car il agit comme un levier sur la prime de marché calculée précédemment. Il représente la volatilité des actions des sociétés exerçant un métier semblable à celui du groupe Inovalis (source Le Professeur Aswath DAMODARAN). A titre d'information, ce bêta est légèrement supérieur au bêta sectoriel ressortant de l'étude Absoluze « Baromètre 2013 de valorisation des PME françaises ». Dans le cadre de nos calculs, nous avons retenu le total bêta (à utiliser pour les sociétés non cotées) publié par le Professeur Aswath DAMODARAN pour le secteur « Real Estate (Operations & Services) », soit 1,90.

Une prime de risque liée à la taille évalué à 3 %. Il reste un dernier élément qui doit être pris en compte dans le calcul du taux d'actualisation : l'effet taille. Le Professeur Aswath DAMODARAN recommande d'ajouter un pourcentage compris entre 2 % et 3 % pour prendre en considération l'effet de taille. Nous avons retenu un taux de 3 % par prudence.

En définitive, nous parvenons à un coût des fonds propres de 12,6 % et un CMPC de 12,4 %.

Le tableau ci-dessous donne les modalités du calcul du coût des fonds propres.

Total Bêta unlevered	1,90	Taux sans risque	3,00%
Taux d'endettement	20%	Total Levered Beta	2,93
Taux endet après IS	1,36%	Prime de marché	5,00%
Total Levered Beta	1,93	Coût des fonds propres	12,63%

La structure d'endettement cible retenue par nos soins est très proche de celle de l'évaluateur et n'est pas contredite par les Parties (2% de levier de dettes et 98% de levier de fonds propres) ni par l'expert indépendant

Coût des fonds propres	12,63%
Part des fonds propres	98,00%
Coût dette après IS	3,67%
Part de la dette	2,00%
CMPC ou WACC	12,43%

Nous avons également retenu un taux de croissance perpétuelle de 1,7 %, correspondant au taux d'inflation attendue en France (1,5 % pour le FMI, 1,7 % pour la BCE), très proche du taux retenu par l'évaluateur (1,9%) et par l'expert indépendant (1,5 %).

Valeur terminale et actualisation

Nous avons calculé la valeur terminale par la détermination dans le flux de trésorerie libre normatif au terme de l'horizon explicite et par la projection de ce flux de trésorerie libre à l'infini.

La somme des flux actualisés et de la valeur terminale actualisée constitue la valeur d'entreprise de la société.

Valeur des fonds propres

La valeur des fonds propres est égale à la valeur de l'entreprise déterminée ci-dessus, retraitée de la trésorerie et de certaines provisions pour risques et charges.

La valeur des fonds propres du périmètre s'élève, compte tenu des éléments qui précèdent à 63,7 M€.

Résultats chiffrés (milliers d'euros)

Valeur d'entreprise	64 197
Trésorerie au 31 décembre 2013	-817
Provisions	-2051
Evaluation de Realista Résidence	2358
Valeur des fonds propres	63 687
Pourcentage d'actions	100%
Valorisation des titres apportés	63 687

Analyse de la sensibilité aux paramètres financiers

Nous avons procédé à une analyse de la sensibilité de nos résultats en fonction du taux d'actualisation et de la croissance à l'infini. La sensibilité de la valeur des fonds propres se aux seuls paramètres financiers se résume comme suit :

	1,9%	1,7%	1,5%
1,40%	65 421	62 293	59 444
1,70%	66 994	63 687	60 685
2,00%	69 143	65 583	62 366

2.4.2.2 Méthode des multiples de comparables boursiers

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats du périmètre Inovalis objet de l'apport, des multiples d'un échantillon de sociétés cotées jugées comparables. En fonction des caractéristiques de l'échantillon de comparables retenus, on peut appliquer des décotes de taille et de liquidité aux multiples des comparables. Les multiples prévisionnels des comparables peuvent être plus ou moins pertinents selon le secteur d'activité concerné.

Dans le cas présent, nous avons retenu :

- Un échantillon de trois comparables européens de petite capitalisation¹ ;
- Détermination d'une moyenne de multiples en intégrant cet échantillon avec celui choisi par l'expert indépendant, ce qui nous permet d'obtenir 7 sociétés comparables.
- Le seul multiple d'EBIT sur les années 2013, 2014, 2015 ;
- Une décote de taille/liquidité de 10 % des multiples ;
- Un passage de la valeur moyenne d'entreprise à la valeur moyenne des fonds propres identique à celui utilisé pour l'approche DCF.

Selon les hypothèses précisées ci-dessus et par l'application de cette méthode, la valeur moyenne des fonds propres du périmètre Inovalis s'élève à **68,8 M€**, variant entre 59,8 M€ avec les fourchettes basses à **76,7 M€** avec les fourchettes hautes, soit une moyenne des deux fourchettes à **68,2 M€**.

3 SYNTHÈSE – POINTS CLÉS

3.1 DILIGENCES MISES EN ŒUVRE

Nos diligences relatives à l'appréciation de la valeur des apports sont présentées de manière détaillée au §2.1. du présent rapport.

En raison de l'application du règlement CRC 2004-01 et de la cotation de la société bénéficiaire des apports, les Parties ont dû procéder à des expertises contradictoires notamment pour les sociétés dont les titres sont apportés sur les plans juridiques, comptables, fiscaux et de valorisation.

Nous nous sommes appuyés sur ces différentes expertises récentes pour conforter notre appréciation et avons procédé à nos propres analyses afin de sélectionner les critères les mieux adaptés au contexte de l'opération envisagée.

La construction d'un DCF par société par Inovalis et ses conseils permet d'asseoir une estimation correcte de la valeur réelle des valeurs individuelles des titres. L'obtention de certifications sans réserve des comptes clos le 31 décembre 2013 des sociétés dont les titres sont apportés est un élément de confort supplémentaire dans ce contexte de rapprochement.

¹ LSL Property Services plc

Belvoir Lettings Plc

Westgrund AG

3.2. ÉLÉMENTS ESSENTIELS AYANT UNE INCIDENCE SUR LA VALEUR

Étant rappelé qu'un exercice de valorisation admet une durée de vie très limitée dans l'environnement économique actuel particulièrement incertain, nous relevons que les deux critères retenus par nos soins (DCF et multiples de comparables boursiers) font ressortir une fourchette resserrée de la valeur des apports pris dans leur ensemble autour de 60 M€ à la date du présent rapport.

Par ailleurs, la somme des valeurs individuelles par l'application du critère du DCF est égale à la valeur des apports pris dans leur ensemble en appliquant le même critère d'évaluation.

La constitution de provisions complémentaires, l'utilisation de paramètres de valorisation raisonnable, l'application de décotes sont autant d'éléments contributifs à une valeur d'apport prudente.

Nos propres travaux de contrôle et de valorisation ne remettent pas en cause de manière significative les valorisations proposées par les Parties et leurs conseils.

Nous attirons toutefois l'attention sur le fait que 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 et que leur valeur varie davantage en fonction de ces critères.

Par ailleurs, le développement du modèle économique des sociétés apportées restera en partie dépendant de la capacité d'Inovalis à lever des fonds.

4 CONCLUSION

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur des apports s'élevant à 60 000 000 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire de l'apport en nature, majoré de la prime d'émission.

Fait à Lyon et Paris

Le 26 juin 2014

Les commissaires aux apports

TEOREM LYON

TUDEL & ASSOCIES

Philippe BAU

Michaël FONTAINE

