

**Olivier PERONNET**

14, rue de Bassano  
75116 Paris

**Dominique MAHIAS**

13, avenue Sisley  
92150 Suresnes

## **ARGAN**

Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 33.245.950 €

21, rue Beffroy  
92200 Neuilly-sur-Seine  
RCS de Nanterre N° 393 430 608

**Rapport des Commissaires aux apports  
sur la rémunération de l'apport  
devant être effectué par les sociétés CRFP 8,  
PREDICA PREVOYANCE DIALOGUE DU CREDIT AGRICOLE  
et PRIMONIAL CAPIMMO  
à la société ARGAN**

*Ordonnance de Monsieur le Président  
du Tribunal de Commerce de Nanterre du 25 juin 2019*

**Rapport des Commissaires aux apports  
sur la rémunération de l'apport  
devant être effectué par les sociétés CRFP 8,  
PREDICA PREVOYANCE DIALOGUE DU CREDIT AGRICOLE  
et PRIMONIAL CAPIMMO  
à la société ARGAN**

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 25 juin 2019 concernant l'apport, au profit de la société ARGAN (ci-après « ARGAN »), de 22.737.976 parts sociales de la SCI CARGO PROPERTY ASSETS (ci-après la « SCI CARGO » ou la « Société ») par les sociétés CRFP 8, PREDICA PREVOYANCE DIALOGUE DU CREDIT AGRICOLE et PRIMONIAL CAPIMMO (ci-après les « Apporteurs »), nous avons établi le présent rapport sur la rémunération de l'apport conformément à la doctrine de l'Autorité des Marchés Financiers (Position – recommandation n° 2011-11 « *Opérations d'apport ou de fusion* »).

Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre appréciation de la valeur de l'apport.

Les conditions du présent apport ont été arrêtées dans le traité d'apport signé le 10 juillet 2019 par les représentants des sociétés concernées.

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le caractère équitable de la rémunération de l'apport. 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 parts sociales apportées et aux actions de la société bénéficiaire de l'apport sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Aucun avantage particulier n'est stipulé dans cette opération.

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.

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Nous aborderons successivement les points suivants :

1. Présentation de l'opération envisagée
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives
3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée
4. Conclusion

## 1. Présentation de l'opération envisagée

Il résulte notamment du traité d'apport signé le 10 juillet 2019 entre ARGAN et les Apporteurs les informations suivantes :

### 1.1 Présentation des parties en présence

#### 1.1.1 ARGAN – société bénéficiaire

ARGAN est une société anonyme dont le siège social est situé 21, rue Beffroy à Neuilly-sur-Seine (92200). La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 393 430 608.

Son capital social s'élève à 33.245.950 euros, divisé en 16.622.975 actions de 2 euros de valeur nominale chacune, intégralement libérées et toutes de même catégorie. Les actions d'ARGAN sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0010481960.

En juillet 2016, ARGAN a mis en place un plan d'attribution d'actions gratuites subordonné à des critères de performance relatifs aux résultats des exercices 2016, 2017 et 2018. A ce titre, ARGAN a attribué en janvier 2019, 41.968 actions de la société au bénéfice des membres du Directoire. Ces actions seront définitivement acquises à l'issue d'une période d'un an après leur attribution, soit en janvier 2020.

Un nouveau plan d'attribution d'actions gratuites a été mis en place par la société en juillet 2019. Les actions de ce plan, lié à des critères de performance portant sur les exercices 2019, 2020 et 2021, seront, le cas échéant, attribuables en 2022 et définitivement acquises en 2023.

ARGAN a pour objet, en France et à l'étranger :

- *« A titre principal l'acquisition et/ou la construction de tous terrains, immeubles, biens et droits immobiliers en vue de leur location, la gestion, 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 ;*
- *A titre accessoire, les prestations de service en matière immobilière et notamment, la maîtrise d'ouvrage déléguée, l'entretien des immeubles, la gestion locative ;*
- *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, notamment par voie d'acquisition, de création de sociétés nouvelles, de souscriptions ou d'achat de titres ou de 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 ;*
- *Et, d'une façon générale, toutes opérations immobilières 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 la possibilité d'arbitrer ses actifs notamment par voie de vente. »*

ARGAN est une foncière spécialisée dans les bâtiments de logistique et dont une des caractéristiques est d'être à la fois investisseur et développeur de ses propres bâtiments. Elle exploite un parc de 61 immeubles, essentiellement des bases logistiques de catégorie A (50 plateformes logistiques et 11 messageries au 30 juin 2019), d'une moyenne d'âge pondérée de 8,9 ans, implantées en France, principalement sur l'axe vertical Lille, Paris, Lyon, Marseille.

### **1.1.2 SCI CARGO - société dont les titres sont apportés**

La SCI CARGO est une société civile immobilière dont le siège social est situé route de Paris à Mondeville (14120). La Société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Caen sous le numéro 814 233 896.

Son capital social s'élève à 68.701.174,64 euros, divisé en 73.086.356 parts sociales de 0,94 euro de valeur nominale chacune, toutes de même catégorie et qui seront intégralement libérées préalablement à la réalisation de l'apport.

La Société a pour objet social : « en France, pour elle-même ou en participation avec des tiers :

*A titre principal :*

- *L'acquisition et la détention de participations dans toutes sociétés civiles ou sociétés dont la responsabilité des associés est limitée au montant de leurs apports, dont l'objet principal est :*
  - o *l'acquisition, l'échange, la gestion et l'administration de tous terrains, droits immobiliers et immeubles affectés au secteur de la logistique et des locaux d'activité ainsi que tous biens et droits pouvant en constituer l'accessoire ou l'annexe ;*
  - o *la construction d'immeubles affectés au secteur de la logistique et des locaux d'activités et toutes opérations ayant un rapport direct ou indirect avec la construction de ces immeubles ;*
  - o *la détention, l'exploitation et la mise en valeur par voie de location de ces biens immobiliers bâtis ou non bâtis et notamment de bâtiments à usage d'entrepôts ;*
  - o *l'acquisition et la détention de participations dans toutes sociétés civiles ou sociétés dont la responsabilité des associés est limitée au montant de leurs apports, dont l'objet principal est, directement ou indirectement, la réalisation d'investissements dans tous biens mobiliers et immobiliers affectés au secteur de la logistique et des locaux d'activité, ainsi que tous biens et droits pouvant en constituer l'accessoire ou l'annexe, en vue de leur détention, exploitation et mise en valeur par voie de location ;*
- *L'acquisition de tous terrains, droits immobiliers et immeubles, ainsi que la construction et l'acquisition de tous immeubles, affectés au secteur de la logistique et des locaux d'activités, ainsi que tous biens et droits pouvant en constituer l'accessoire ou l'annexe ;*

*A titre subsidiaire, la gestion de l'ensemble des participations ou intérêts indirects susvisés,*

*Et plus généralement, toutes opérations civiles, financières, industrielles, mobilières ou immobilières, se rattachant directement ou indirectement à l'objet ci-dessus ou à tous objets similaires ou connexes ou susceptibles d'en faciliter la mise en œuvre ou le développement sous réserve qu'elles ne remettent pas en cause le caractère civil de la Société. »*

La SCI CARGO a pour activité la détention et l'exploitation de 22<sup>1</sup> entrepôts logistiques loués à des entités du groupe CARREFOUR par l'intermédiaire de filiales dédiées.

### **1.1.3 Apporteurs**

L'apport en nature des titres SCI CARGO est consenti par :

- CRFP 8, société par actions simplifiée sise route de Paris à Mondeville (14120), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Caen sous le numéro 439 916 784 ;
- PREDICA PREVOYANCE DIALOGUE DU CREDIT AGRICOLE, société anonyme sise 50-56, rue de la Procession à Paris (75015), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 334 028 123 ;
- PRIMONIAL CAPIMMO, société civile à capital variable sise 36, rue de Naples à Paris (75008), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 499 341 469.

### **1.1.4 Liens entre les Apporteurs et la société bénéficiaire**

A la date du présent rapport, il n'existe pas de lien capitalistique entre ARGAN, d'une part, et la SCI CARGO et ses associés, d'autre part.

## **1.2 Contexte de l'opération**

Aux termes d'un protocole d'accord conclu entre ARGAN et l'ensemble des associés de la SCI CARGO en date du 10 juillet 2019 (ci-après le « **Protocole d'accord** »), il a été convenu qu'ARGAN acquiert l'intégralité des parts sociales composant le capital social de la Société par voie :

- D'apport en nature, par les Apporteurs à ARGAN, de 22.737.976 parts sociales de la Société, objet du présent rapport ;
- De cession en numéraire du solde des parts sociales de la Société, soit 50.348.380 titres, pour un montant de 618.781.590,20 euros (ci-après la « **Cession** »).

Cette opération permettra notamment à ARGAN :

- D'accroître significativement sa surface totale de plateforme logistique qui passera de 1.740.000 m<sup>2</sup> à 2.840.000 m<sup>2</sup>, soit l'équivalent de huit années de développement ;
- D'acquérir des actifs « *Grade A* » de dernière génération déjà loués à des entités du groupe CARREFOUR et situés dans des bassins d'activité historiques et stratégiques pour ce dernier.

---

<sup>1</sup> Etant précisé que la société CPD BILLY détenant l'actif Billy Berclau, actuellement en cours de construction, n'est détenant au 10 juillet 2019 qu'à 5% par la Société. Le solde du capital de cette société, soit 95%, sera acquis par la SCI CARGO préalablement à la date de réalisation de l'apport.

### **1.3 Modalités générales de l'opération**

Les modalités de réalisation de l'opération, qui sont présentées de façon détaillée dans le traité d'apport en date du 10 juillet 2019, peuvent se résumer comme suit.

#### ***1.3.1 Date de réalisation***

La réalisation de l'apport interviendra le jour de l'Assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la société bénéficiaire constatant la levée des conditions suspensives (présentées ci-dessous), et approuvant l'apport et l'augmentation de capital en résultant.

Il est prévu que cette Assemblée générale extraordinaire ait lieu le 15 octobre 2019. Néanmoins, dans le cas où l'Assemblée devait avoir lieu à une date ultérieure, il a été convenu par les parties dans le traité d'apport, que celle-ci devra être convoquée dans tous les cas au plus tard le 30 novembre 2019.

#### ***1.3.2 Régime juridique et fiscal applicables à l'opération***

Sur le plan juridique, l'apport est effectué sous le régime juridique de droit commun des apports en nature, tel que fixé par l'article L. 225-147 du Code de commerce et les textes pris pour son application.

Sur le plan fiscal, l'opération est soumise au régime de droit commun et sera enregistrée gratuitement conformément à l'article 810-I du Code général des impôts.

Pour la partie éventuellement rémunérée par une soulte, l'apport constitue un apport à titre onéreux qui sera soumis au taux de 5 % prévu par l'article 726 I, 2° du Code général des impôts. Les droits d'enregistrement ainsi dus, le cas échéant, seront payés par ARGAN.

#### ***1.3.3 Conditions suspensives***

La réalisation de l'apport est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- (i) La réception par ARGAN d'un état hypothécaire (hors formalités) portant sur chacun des entrepôts logistiques du portefeuille immobilier listés en annexe C2 du traité d'apport, de moins de 30 jours calendaires, à la date de réalisation et ne révélant aucun privilège ou hypothèque conventionnelle, judiciaire ou légale ni aucune inscription ;
- (ii) Le fait que les baux commerciaux, relatifs à tous les actifs du portefeuille immobilier listés en annexe C2 du traité d'apport, soient tous en vigueur ;
- (iii) La réalisation de la Libération Intégrale des Parts Société, des Engagements Billy Berclau et de la Distribution Conforme, tels que ces termes sont définis dans le traité d'apport :
  - a. Libération Intégrale : engagement par l'ensemble des associés de la Société de libérer intégralement la totalité du capital au plus tard le 30 septembre 2019, étant précisé que la quote-part non libérée du capital de la Société s'élève, au 10 juillet 2019, à un montant de 28.743.162,32 euros ;

- b. Engagements Billy Berclau : s'agissant de l'actif sis Billy-Berclau (62138) – 337, rue de Prague (ci-après l'« **Actif Billy Berclau** »), en cours de construction et dont la livraison est prévue avant le 15 octobre 2019, la Société et l'ensemble de ses associés se sont engagés à ce qu'au plus tard le 30 septembre 2019 :
- i. La Société détienne l'intégralité des parts sociales de CPD BILLY, société civile immobilière dont le siège social est situé route de Paris, zone industrielle à Mondeville (14120), immatriculée au RCS de Caen sous le numéro 843 046 095 et ait payé l'intégralité (i) du prix d'acquisition de ces parts sociales (*i.e.* pas d'ajustement de prix après la date de réalisation de l'apport) et (ii) de toutes sommes liées à cette acquisition ; et
  - ii. L'intégralité des comptes-courants au sein de CPD BILLY soient intégralement remboursés ;
- c. Distribution Conforme : dans le cadre du Protocole d'accord conclu entre les parties le 10 juillet 2019, il a été convenu que la Société et ses filiales clôtureront par anticipation leur exercice social en cours, le 30 septembre 2019, afin de permettre à la Société de procéder, avant la date de réalisation de l'apport, à une distribution en numéraire au profit des associés de la Société. Néanmoins, il est prévu que le montant de cette distribution soit limité de telle sorte que la valorisation de la Société, déterminée selon la méthode décrite en annexe 2.2.2 du traité d'apport, ne puisse être inférieure à 898.231.315,24 euros (§ 2.5).
- (iv) L'approbation du Document E par l'Autorité des marchés financiers au plus tard 22 jours calendaires précédant l'Assemblée générale extraordinaire qui devra inclure en annexe les rapports sans réserve des Commissaires aux apports sur l'évaluation de l'apport et sur le caractère équitable de sa rémunération ;
- (v) L'approbation de l'apport, de son évaluation et de ses modalités de rémunération par l'Assemblée générale extraordinaire au vu des rapports établis par les Commissaires aux apports, étant précisé que la famille Le Lan<sup>2</sup> s'est engagée, concomitamment à la signature du Protocole d'accord, à voter en faveur des résolutions relatives au présent apport.

---

<sup>2</sup> M. Jean-Claude Le Lan, M. Jean-Claude Le Lan Junior, M. Nicolas Le Lan, Mme Charline Le Lan, M. Ronan Le Lan, Mme Véronique Le Lan Chaumet, Mme Karine Weisse et la société KERLAN.

## 1.4 Description et évaluation de l'apport

### 1.4.1 Description de l'apport

Les Apporteurs se sont engagés irrévocablement à apporter à ARGAN un total de 22.737.976 parts sociales, représentant 31,11% du capital social de la Société, selon la répartition suivante :

Apporteurs	Nombre de parts apportées
CRFP8	4 703 869
Predica Prévoyance Dialogue du Crédit Agricole	15 155 029
Primonial Capimmo	2 879 078
<b>Nombre de parts apportées</b>	<b>22 737 976</b>

À la date de réalisation de l'apport, chaque apporteur aura la pleine propriété des parts sociales apportées qui seront entièrement libérées et libres de toute restriction ou Sûreté<sup>3</sup>, option, droit de tiers, promesse ou engagement de quelque nature que ce soit, mesure de saisie, ou droit quelconque au profit de quiconque de nature à restreindre le droit de propriété.

### 1.4.2 Evaluation de l'apport

L'apport sera réalisé à la valeur réelle des parts sociales de la SCI CARGO, telle que définie dans l'annexe 2.2.2 du traité d'apport.

L'apport constitue une des modalités de l'acquisition de la totalité des titres de la Société, qui comporte également une cession en numéraire.

Dans ce cadre, les parties ont retenu comme valeur réelle de chaque part sociale apportée le prix unitaire des parts sociales cédées concomitamment. Ainsi, la valeur d'apport correspond à la valeur de transaction unitaire négociée entre des parties indépendantes (l'acquéreur ARGAN d'une part et les cédants actionnaires actuels de la Société d'autre part).

La valeur réelle des titres SCI CARGO, retenue par les parties, correspond à l'actif net réévalué (ci-après « ANR ») de la Société estimé au 15 octobre 2019, qui a été déterminé de la manière suivante :

- ANR de la Société estimé au 30 septembre 2019 fondé sur des projections des bilans de la Société et de ses filiales construit sur la base :
  - o des situations comptables de la Société et de ses filiales au 30 juin 2019 ;
  - o de la valeur réelle des actifs immobiliers, qui seront détenus directement ou indirectement par la Société, à travers ses filiales, à la date de réalisation de l'apport, dont le montant a été arrêté par les parties à 900.000.000 euros ;
  - o et des projections des flux anticipés pour la Société et de ses filiales entre le 1<sup>er</sup> juillet 2019 et le 30 septembre 2019, notamment leurs résultats (i.e. les loyers sous déduction des charges d'exploitation y afférentes) et les impacts liés au respect des Engagements Billy Berclau.

<sup>3</sup> Tel que ce terme est défini dans le traité d'apport.

- Auquel a été ajouté le montant estimé du *cash-flow* de la Société, au titre de la période comprise entre le 1<sup>er</sup> et le 15 octobre 2019, forfaitairement arrêté entre les parties à 1.732.292 euros, sur la base d'une analyse des projections de loyers et de charges d'exploitation décaissées ;
- Et duquel a été déduit :
  - o un montant de 5.552.159 euros fixé par les parties dans le Protocole d'accord et correspondant au partage, entre les associés de la Société et ARGAN, des coûts estimés de la réorganisation future chez ARGAN de la détention du portefeuille immobilier de la Société (ci-après le « **Coût partagé de la réorganisation** »). Il est en effet prévu qu'ARGAN effectue la réorganisation (ci-après la « **Réorganisation** ») de la détention du Portefeuille Immobilier par la transmission universelle à ARGAN, sans liquidation, (i) du patrimoine de la SCI CARGO puis (ii) du patrimoine de l'intégralité des filiales de la Société, en application de l'article 1844-4 du Code civil ;
  - o une estimation de la distribution de dividendes qui sera réalisée par la Société préalablement à la date de réalisation de l'apport (§ 1.3.3 du présent rapport).

Sur cette base, les parties ont arrêté la valeur de la Société à 898.231.315,24 euros, soit une valeur de 12,29 euros par part sociale SCI CARGO, et ont, par conséquent, fixé la valeur globale des 22.737.976 titres apportés à 279.449.725,04 euros.

Les parties sont convenues que postérieurement à l'établissement (i) des comptes sociaux de la Société et de ses filiales arrêtés au 30 septembre 2019 lesquels seront, pour la Société, la SCI CARGO PROPERTY LUNEVILLE, la SCI CARGO PROPERTY POUPRY ARTENAY, la SCI CARGO PROPERTY LAUDUN et la SCI CARGO PROPERTY ALLONNES, certifiés par leurs commissaires aux comptes et (ii) des comptes consolidés de la Société arrêtés au 30 septembre 2019 et certifiés par son commissaire aux comptes (ci-après les « **Comptes Finaux** »), il sera procédé à une nouvelle évaluation de la Société par la mise en œuvre d'un ANR.

Tel que décrit dans l'annexe 2.2.2 du traité d'apport, cet ANR sera déterminé selon la même approche que celle précédemment décrite en se fondant cette fois, non plus sur un bilan prospectif, mais sur les Comptes Finaux, étant précisé que le montant de la distribution de dividendes préalable<sup>4</sup> sera calibré de telle sorte que la valeur de la Société, ressortant de ce calcul, ne soit pas inférieure à 898.231.315,24 euros, soit 12,29 euros par part sociale.

---

<sup>4</sup> i.e. la Distribution Conforme.

## 1.5 Rémunération de l'apport

La rémunération de l'apport a été fixée par les parties par comparaison des valeurs réelles librement discutées entre les parties dans le cadre de leur négociation.

Il en résulte qu'en rémunération de l'apport, ARGAN émettra 5.588.994 actions nouvelles émises au prix unitaire de 50,00 euros, d'une valeur nominale de 2 euros chacune, soit une augmentation de capital de 11.177.988 euros.

Chacun des Apporteurs ayant déclaré renoncer irrévocablement aux quotes-parts d'actions formant rompus, ces derniers, d'un montant total de 25,04 euros, seront incorporés à la prime d'apport.

Ainsi, la différence entre la valeur globale de l'apport, soit 279.449.725,04 euros, et le montant de l'augmentation de capital, soit 11.177.988 euros, constituera une prime d'apport dont le montant s'établira à 268.271.737,04 euros.

Par ailleurs, dans l'hypothèse où la date de réalisation interviendrait postérieurement au 15 octobre 2019, il a été convenu par les parties qu'ARGAN verse à chaque apporteur une soulte en espèce correspondant à la quote-part<sup>5</sup> du *cash-flow* de la Société pour la période courant du 16 octobre 2019 (inclus) à la date de réalisation de l'apport (inclus). Ce montant a été estimé et fixé par les parties à un montant journalier de 0,001642829 euro par part sociale apportée<sup>6</sup> sur la base des projections de loyers et de charges décaissables attendues.

Il a également été convenu, dans le cas où la Réorganisation interviendrait postérieurement au 30 avril 2020, qu'ARGAN verse un complément de soulte aux Apporteurs équivalent au prorata du nombre de parts sociales apportées sur le nombre total de parts sociales de la Société, rapporté au montant du Coût partagé de la réorganisation, soit un montant de 1.727.338 euros<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Fondée sur le nombre de parts sociales apportées rapporté au nombre total de parts sociales de la Société.

<sup>6</sup> La date de réalisation de l'apport devant intervenir avant le 30 novembre 2019, le montant maximum de la soulte à verser aux Apporteurs s'établit à : 46 (nb. de jours entre le 16 octobre et le 30 novembre 2019) \* 0,001642829 (montant journalier de la soulte par part sociale) \* 22.737.976 parts sociales apportées = 1.718.311,89 euros.

<sup>7</sup> 5.552.159 euros (Coût partagé de la réorganisation) \* 31,11% (part des parts sociales apportées dans le capital de la Société) = 1.727.338 euros.

## 2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives

### 2.1 Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes afin d'apprécier la rémunération de l'apport et notamment la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société bénéficiaire et le caractère équitable de la rémunération par rapport à ces valeurs relatives.

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société ARGAN sur la rémunération de l'apport qui lui est consenti par les Apporteurs. En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité. Elle n'implique pas non plus la validation du régime fiscal applicable à l'opération. 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.

Dans ce cadre, nous avons en particulier effectué les diligences suivantes :

- Nous nous sommes entretenus et avons tenu des réunions de travail avec les dirigeants et représentants d'ARGAN et leurs conseils, tant pour prendre connaissance de l'opération et du contexte dans lequel elle se situe, que pour analyser les modalités comptables, financières et juridiques envisagées pour l'apport et la Cession ;
- Nous avons échangé avec des représentants des entités CARREFOUR en charge du développement et de la gestion du portefeuille immobilier de la Société sur leur stratégie et leurs objectifs ;
- Nous avons pris connaissance du traité d'apport du 10 juillet 2019 et de ses annexes ;
- Nous avons examiné la documentation juridique et financière en lien avec l'acquisition de la Société par ARGAN, en ce compris le Protocole d'accord qui intègre notamment les déclarations et garanties des vendeurs et Apporteurs, le contrat de cession de parts sociales, et le pacte d'actionnaires conclu entre PREDICA PREVOYANCE DIALOGUE DU CREDIT AGRICOLE, CRFP 8 et la Famille Le Lan, en date du 10 juillet 2019, et le projet de Document E déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers ;
- Nous avons analysé et discuté les analyses financières qui figurent en section 2.5 du projet de Document E ;
- Nous avons revu les états financiers sociaux et consolidés de la SCI CARGO, les situations comptables de ses filiales ainsi que les comptes consolidés d'ARGAN au 31 décembre 2018 et au 30 juin 2019 ;
- Nous avons pris connaissance des rapports des commissaires aux comptes au titre de leur revue limitée sur les comptes semestriels d'ARGAN et de la Société au 30 juin 2019 ainsi que du document de référence 2018 d'ARGAN et du rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés au 31 décembre 2018 des deux sociétés ;
- Nous avons pris connaissance des éventuels événements significatifs intervenus depuis le 30 juin 2019 ;

- Nous avons revu l'information publiée par le groupe ARGAN, groupe coté à la bourse de Paris, ainsi que des notes d'analystes et du consensus sur son titre ;
- Nous avons analysé le cours de bourse d'ARGAN avant et après l'annonce de l'opération ;
- Concernant l'évaluation de l'apport, nous nous sommes référés aux diligences mises en œuvre pour apprécier la valeur de l'apport, dont nous rendons compte dans notre rapport sur la valeur de l'apport ;
- Nous avons obtenu les rapports d'expertises immobilières, réalisés par CBRE VALUATION relatifs aux actifs immobiliers de la Société et d'ARGAN en date du 30 juin 2019 et avons procédé à leurs revue avec l'assistance d'un expert immobilier indépendant mandaté par nos soins, à savoir le cabinet CUSHMAN & WAKEFIELD VALUATION FRANCE, dont la mission a notamment consisté, par le biais d'un sondage sur pièces, à vérifier l'homogénéité des évaluations réalisées par CBRE VALUATION sur le patrimoine apporté d'une part et celui d'ARGAN d'autre part, et à émettre :
  - « un avis sur les expertises réalisées par CBRE sur le patrimoine de la société ARGAN afin :
    - de confirmer que les méthodes employées sont les mêmes que sur le portefeuille CAPRI [la SCI CARGO] et,
    - de confirmer que les paramètres retenus reflètent les mêmes conditions de marché à la date d'évaluation » ;
- Nous avons tenu des réunions de travail avec notre expert immobilier et analysé les travaux d'évaluation figurant dans son rapport général d'expertise dont des extraits sont cités dans le présent rapport ;
- Nous avons examiné la méthode de détermination de la rémunération de l'apport retenue par les parties, revu les paramètres de leur mise en œuvre, procédé à différentes analyses de sensibilité et avons recherché d'éventuels critères d'évaluation alternatifs susceptibles d'être mis en œuvre pour les parts sociales apportées et pour ARGAN ;
- Nous avons obtenu une lettre d'affirmation du Président du Directoire d'ARGAN et du gérant de la SCI CARGO confirmant les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

## **2.2 Méthodes d'évaluation et valeurs relatives attribuées par les parties aux parts sociales apportées et aux actions de la société ARGAN**

Pour déterminer la rémunération de l'apport, les parties ont procédé à une estimation de la valeur réelle des parts sociales apportées et des actions de la société bénéficiaire selon les approches suivantes.

### 2.2.1 Valorisation des parts sociales de la Société

La valeur des parts de la SCI CARGO correspond au prix payé dans le cadre de la Cession, c'est-à-dire une valeur de transaction librement négociée entre les parties à l'issue d'un processus compétitif.

Dans ce cadre, les parties se sont accordées pour retenir un ANR projeté au 15 octobre 2019, date de réalisation prévisionnelle de l'apport, selon l'approche rappelée au § 1.4.2.

Sur cette base, les parties ont fixé la valeur globale des 22.737.976 titres apportés à 279.449.725,04 euros, correspondant à une valeur par part de la Société de 12,29 euros.

### 2.2.2 Valorisation des actions ARGAN

Aux termes de leurs discussions, les parties ont également retenu une valeur économique de l'action ARGAN fondée sur l'ANR, afin de déterminer le nombre de titres émis en rémunération de l'apport sur une base homogène.

Cette valeur a été fixée à partir, en particulier, de l'ANR triple net EPRA (hors droits) par action d'ARGAN au 30 juin 2019 qui s'établit à 48,1 euros<sup>8</sup>. Elle a ensuite été arrondie à 50,00 euros afin de tenir compte des *cash-flows* perçus entre le 30 juin et le 15 octobre 2019 dès lors que l'ANR de la SCI CARGO a été déterminé à cette date.

La valeur du titre ARGAN a par ailleurs fait l'objet d'une valorisation multicritère présentée dans le projet de Document E déposé à l'AMF. Cette analyse fait ressortir les valeurs par action d'ARGAN suivantes qui encadrent la valeur retenue de 50,00 euros par action :

ARGAN - Valeur par action en €			
Approches de valorisation	Valeur par action		Commentaires
	Minimale	Maximale	
ANR triple net Epra hors droits	47,90		Après prise en compte de l'impact d'IFRS 16
Cours de bourse	50,21	60,38	CMPV 12 mois (min) et CMPV 1 mois (max)
Multiplés boursiers d'ANR triple net Epra hors droits	64,00	64,00	Sur la base de l'ANR au 31/12/2018

Source : Projet de Document E

### 2.2.3 Rémunération de l'apport

Ainsi, sur la base de la comparaison des valeurs relatives retenues, soit 50,00 euros pour ARGAN et 12,29 euros pour la SCI CARGO, l'apport de 22.737.976 parts sociales de la Société sera rémunéré par 5.588.994 actions nouvelles émises au prix unitaire de 50,00 euros. Sur ces bases, la parité implicite s'établit à 0,2458 action ARGAN pour une part SCI CARGO apportée.

<sup>8</sup> Avant impact de l'application de la norme IFRS 16.

Cette parité s'inscrit dans la fourchette ressortant de la valorisation multicritère présentée dans le projet de Document E présentée dans le tableau ci-dessous, complété par nos soins, des nombres d'actions à émettre en rémunération de l'apport qui découlent des parités présentées dans ledit Document :

Approches de valorisation	Parité implicite CARGO/ARGAN		Actions à émettre en rémunération de l'apport (en K actions)	
	Minimale	Maximale	Minimum	Maximum
<b>Valeur conventionnelle d'apport</b>	<b>0,2458 x</b>		<b>5 589</b>	
ANR triple net Epra hors droits	0,257 x		5 834	
Cours de bourse	0,204 x	0,245 x	4 628	5 566
Multiplés boursiers d'ANR triple net Epra hors droits	0,192 x		4 366	

*Source : Projet de Document E pour les parités implicites et analyses Commissaires aux apports pour les actions à émettre en rémunération*

### 2.3 Appréciation de la pertinence des valeurs relatives

Afin d'apprécier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux parts sociales apportées et à l'action ARGAN, nous avons analysé les critères repris dans le document E, à savoir :

- (i) les valeurs de transaction (§ 2.3.1.) ;
- (ii) les ANR (§ 2.3.2.) ;
- (iii) le cours de bourse, complété par les objectifs de cours des analystes (§ 2.3.3.) ;
- (iv) les multiples de comparables boursiers (§ 2.3.4.) ;

et examiné ensuite si d'autres critères pertinents étaient susceptibles d'être mis en œuvre (§ 2.3.5).

L'ensemble de nos approches intègre un nombre d'action dilué d'ARGAN<sup>9</sup>, étant précisé qu'aucun instrument dilutif n'existe dans la SCI CARGO.

Nous n'avons, par ailleurs, pas retenu la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (« DCF »). Cette méthode consiste à établir un plan d'affaires global, sur la base notamment des prévisions effectuées sur chacun des actifs détenus, et à actualiser les flux de trésorerie qui en découlent, à un taux qui reflète l'exigence de rendement des apporteurs de capitaux, compte tenu des risques non diversifiables supportés.

Cette méthode s'avère redondante avec l'approche de l'ANR dans la mesure où la méthode des DCF est généralement l'une des méthodes retenues par les experts immobiliers pour évaluer individuellement les actifs immobiliers.

<sup>9</sup> Nous avons intégré dans nos analyses les 41.968 actions gratuites acquises au titre du plan triennal 2016-2018 qui seront émises en janvier 2020 et les 2.823 actions auto-détenues au 30 juin 2019.

### **2.3.1 Valeurs de transaction**

La valeur de l'apport résulte directement du prix de cession unitaire de la part sociale SCI CARGO pour la partie acquise en numéraire, soit 12,29 euros par part sociale. Ce prix, librement négocié entre parties indépendantes constitue une référence.

De la même manière, la valeur de 50,00 euros retenue pour l'action ARGAN constitue une référence, dès lors qu'elle a été négociée dans le même contexte.

La rémunération proposée de 5.588.994 actions ARGAN, résulte donc de la comparaison directe de valeurs de transaction négociées entre les parties.

### **2.3.2 Le critère de l'ANR**

Le critère de l'ANR EPRA triple net constitue la référence en matière d'évaluation de sociétés foncières.

Les patrimoines d'ARGAN et de la SCI CARGO sont constitués par des biens de même nature, à savoir des entrepôts logistiques situés en France.

Nous avons obtenu les expertises immobilières réalisées par CBRE VALUATION au 30 juin 2019 sur les actifs d'ARGAN et de la SCI CARGO. Nous nous sommes entretenus avec CBRE VALUATION, en présence de l'expert immobilier mandaté par nos soins, sur la méthodologie employée, les calculs réalisés et les résultats obtenus sur ces deux portefeuilles d'actifs afin de nous assurer que les approches, les hypothèses et les paramètres retenus dans le cadre de l'expertise des actifs de ces deux sociétés étaient homogènes. Il ressort des travaux de notre expert « *que l'approche de valorisation retenue par CBRE pour l'évaluation semestrielle du portefeuille ARGAN est similaire à celle retenue pour l'évaluation du portefeuille CARGO (méthodes et paramètres retenus)* ».

Sur cette base, nous avons déterminé l'ANR triple net hors droit<sup>10</sup> de la SCI CARGO et d'ARGAN à la date estimée de réalisation de l'apport, à savoir le 15 octobre 2019 :

- S'agissant d'ARGAN, cet ANR est fondé sur les valeurs d'expertise CBRE au 30 juin 2019 et les éléments prévisionnels qui nous ont été communiqués par le management d'ARGAN ;
- S'agissant de la SCI CARGO, l'ANR a été déterminé sur la base des valeurs d'expertises ressortant des rapports de CBRE VALUATION et en suivant la méthode retenue par les parties décrite dans le contrat d'apport (§ 1.4.2).

Dans le cadre de nos analyses de sensibilité, nous avons également déterminé les ANR par action des deux sociétés au 30 novembre 2019 afin de tenir compte de l'éventualité d'un décalage de la date de réalisation de l'opération.

---

<sup>10</sup> Ces ANR ont été déterminés sans tenir compte de l'application de la norme IFRS 16 qui est l'agrégat suivi historiquement et qui nous paraît être le plus pertinent.

Par ailleurs, l'expert immobilier indépendant mandaté par nos soins nous a indiqué, s'agissant du portefeuille de la SCI CARGO « *que la valeur du portefeuille exprimée par CBRE au 30 Juin 2019 est globalement cohérente au regard du marché sous réserve de quelques ajustements* » et nous a communiqué une valeur du portefeuille tenant compte desdits ajustements. Aussi, dans le cadre de nos tests de sensibilité, nous avons procédé à une analyse similaire à celle précédemment décrite en retenant, pour la SCI CARGO, la valeur ajustée communiquée par notre expert.

En revanche, nous n'avons pas retenu les valeurs d'expertise historiques réalisées par CATELLA VALUATION pour la Société dans la mesure où :

- Les expertises de CATELLA VALUATION ne portent pas sur la totalité des actifs qui seront détenus par la Société à la date de réalisation de l'opération<sup>11</sup>. Dès lors, il n'est pas possible de déterminer la valeur globale du portefeuille de la Société qui aurait été attribuée par cet expert ;
- Les travaux de l'expert immobilier mandaté par nos soins soulignent que « *les valeurs vénales retenues par Catella ne reflètent pas les niveaux de loyers des actifs constituant le portefeuille, qui se situent de manière générale nettement en dessous des valeurs locatives de marché et reflètent insuffisamment le contexte de marché actuel* ». Dès lors, dans le cadre de l'appréciation de valeurs relatives, ces estimations, établies dans un autre contexte comme cela est développé dans notre rapport sur la valeur de l'apport, n'apparaissent pas constituer des références pertinentes qui puissent être rapprochées de celles issues des expertises de CBRE VALUATION dont les résultats apparaissent globalement cohérents au regard du marché selon notre expert.

Sur la base des approches précitées, le nombre d'actions à émettre par ARGAN en rémunération de l'apport serait compris entre 5.681.551 et 6.007.600 actions.

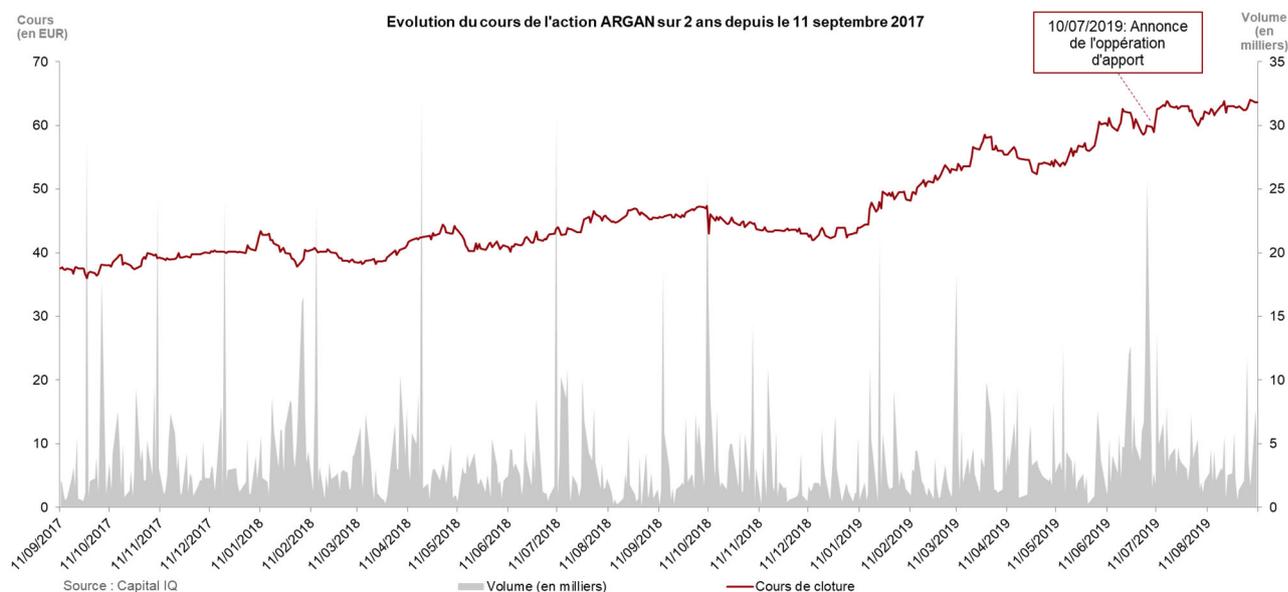
---

<sup>11</sup> CATELLA VALUATION n'a pas réalisé d'expertise sur les actifs d'Aulnay (par convention avec la Société, les actifs de moins de 6 mois sont retenus pour leur valeur d'acquisition) et de Billy Berclau (en cours de construction).

### 2.3.3 Cours de bourse et objectifs de cours des analystes

#### Analyse du cours de bourse ARGAN

Les actions d'ARGAN sont cotées sur le compartiment B d'Euronext Paris (code ISIN FR0010481960). Le cours de bourse de l'action ARGAN a évolué comme suit, sur les 24 derniers mois précédant le 10 septembre 2019 :



Nous observons que le titre ARGAN évolue, postérieurement à la date d'annonce de l'opération, à un niveau supérieur à ses performances historiques.

Nous avons procédé au calcul des cours moyens pondérés par les volumes (ci-après « **CMPV** ») sur des périodes plus ou moins longues précédant l'annonce de l'opération :

<b>ARGAN - Analyse du cours de bourse</b>	
<b>Au 10 Juillet 2019</b>	<b>Cours (€)</b>
Spot (10/7/2019)	60,60
CMPV 1 mois	60,38
CMPV 60 jours	57,95
CMPV 3 mois	57,89
CMPV 6 mois	55,30
CMPV 12 mois	50,45
<i>Max 12 mois</i>	<i>62,60</i>
<i>Min 12 mois</i>	<i>42,00</i>

Source : Capital IQ

Le cours de bourse est un indicateur incontournable de mesure de la valeur des actions d'une société cotée, sous réserve toutefois d'un niveau de flottant, et de liquidité, suffisant.

Il ressort de nos travaux qu'ARGAN présente un flottant d'environ 46% au 30 juin 2019<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> 7.607.984 actions « Public » / 16.622.975 (nombre d'actions total au 30 juin 2019) = 46% - § 2.3.

Néanmoins, la liquidité du titre est faible avec une rotation très limitée du capital de la Société qui s'établit à 5,51% sur les douze mois précédant la date d'annonce de l'opération, soit le 10 juillet 2019 :

#### ARGAN - Analyse de la rotation du titre

Au 10 Juillet 2019	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
	Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (10/7/2019)	2	2	110	110	0,01 %	0,01 %	0,03 %	0,03 %
CMPV 1 mois	6	133	365	8 023	0,04 %	0,80 %	0,09 %	1,92 %
CMPV 60 jours	4	267	258	15 478	0,03 %	1,61 %	0,06 %	3,87 %
CMPV 3 mois	4	274	256	15 883	0,03 %	1,65 %	0,06 %	3,97 %
CMPV 6 mois	4	490	215	27 116	0,02 %	2,95 %	0,06 %	7,15 %
CMPV 12 mois	4	915	181	46 171	0,02 %	5,51 %	0,05 %	13,30 %

Source : Capital IQ

Selon nous, la faible liquidité du titre limite fortement la pertinence de cet indicateur dans le cadre de la présente analyse.

Nous relevons que sur la base des volumes traités lors des 12 mois précédant la date d'annonce de l'opération, la rémunération proposée de 5.588.994 actions nouvelles ARGAN correspond à plus de 6 années d'échanges sur le marché.

#### Objectifs de cours des analystes

Nous avons pris connaissance des notes rédigées par les deux analystes qui suivent le titre ARGAN. Ces analystes présentent des recommandations et des objectifs de cours éloignés et divergents :

#### ARGAN - Objectifs de cours des analystes

Date	Analyste	Cours cible après annonce	Recommandation	Cours cible avant annonce
16/07/2019	Invest Securities	46 €	Vente	40 €
11/07/2019	Degroof Petercarr	65 €	Achat	57 €

Ce constat renforce le manque de pertinence des références boursières dans le cadre de la présente opération.

Nous observons également que le cours de bourse moyen 60 jours avant annonce de l'opération fait ressortir une prime de 20%<sup>13</sup> sur l'ANR de la société avant impact de la norme IFRS 16. Cette situation est comparable à celle observée sur les foncières logistiques européennes.

Par conséquent, si le cours de bourse constitue une référence qui ne peut être écartée s'agissant d'une société cotée, sa pertinence doit être relativisée au cas d'espèce, l'appréciation de l'opération devant intégrer d'autres considérations développées ci-après.

<sup>13</sup>  $(57,95/48,1) - 1 = 20\%$ .

Dans ce contexte et au surplus, en l'absence de cotation de la Société, le critère de l'ANR est le plus pertinent car il reflète les caractéristiques du patrimoine de la Société et de celui de la société bénéficiaire, qui ont chacun été évalués de manière homogène assurant les termes d'une comparaison cohérente.

A titre informatif, nous présentons la rémunération qui résulterait de la comparaison des critères boursiers<sup>14</sup> avec le prix de transaction d'une part sociale de la SCI CARGO<sup>15</sup>.

<b>Critères boursiers retenus pour l'action ARGAN</b>		
<b>en €</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>
CMPV/Spot	57,95	60,60
Objectifs de cours	40,00	57,00
<b>Fourchette retenue</b>	<b>40,00</b>	<b>60,60</b>

*Source : Capital IQ et notes d'analystes*

Sur la base de cette approche le nombre d'actions retenu en rémunération de l'apport est compris entre 4.611.382 et 6.986.243 actions.

#### **2.3.4. Multiples des comparables boursiers**

Dans le cadre de valorisation de sociétés foncières, il est également d'usage de faire référence à des multiples d'ANR, en particulier pour les foncières cotées.

Au cas d'espèce, les patrimoines d'ARGAN et de la SCI CARGO sont constitués par des biens de même nature, à savoir des entrepôts logistiques situés en France, et sont tous deux significatifs.

En conséquence, il conviendrait de retenir le même échantillon de sociétés cotées comparables et donc d'appliquer le même multiple d'ANR à chacune.

Dès lors, en termes de rémunération, cette approche conduirait à un résultat identique à celui de la comparaison directe des ANR des deux sociétés mise en œuvre par ailleurs (§ 2.3.2.).

<sup>14</sup> Etant précisé que nous avons retenu, s'agissant du CMPV, une période proche de la date d'annonce de l'opération afin de tenir compte des évolutions récentes du titre sur le marché (i.e. les 60 jours précédant la date de l'annonce).

<sup>15</sup> Pour mémoire, concomitamment à la présente opération d'apport, ARGAN va procéder à l'acquisition en numéraire d'un bloc majoritaire de parts de la SCI CARGO représentant 68,89% du capital de la Société (§ 1.1). La valeur des parts sociales de la Société retenue pour cette transaction, qui reflète une valeur de marché de la Société, s'établit à 12,29 euros.

### **2.3.5. Examen des autres critères**

Dans le cadre d'opérations impliquant des foncières, les critères suivants peuvent également être examinés :

- Comparaison des résultats nets récurrents (ci-après le « **RNR** ») par action/part ;
- Comparaison des dividendes par action.

#### Sur le critère du résultat net récurrent

La détermination de la rémunération de l'apport fondée sur une comparaison des RNR par action/part d'ARGAN et de la SCI CARGO ne serait pas pertinente au cas particulier en raison de structures de financement différentes ne permettant pas une comparaison directe des résultats.

En effet, la SCI CARGO a été constituée dans le cadre du développement, par CARREFOUR, d'entrepôts logistiques dont les caractéristiques répondaient aux besoins des magasins du groupe. Dans ce contexte, le financement du développement de la Société a été effectuée exclusivement en fonds propres et par le biais de comptes courants sans faire appel à des financements externes. La Société n'a donc pas bénéficié de l'effet de levier résultant du recours à de l'endettement externe. A l'inverse, le développement d'ARGAN est financé à la fois sur fonds propres et par recours à l'endettement bancaire. Il en résulte des structures capitalistiques différentes et des résultats par action/part qui ne sont pas comparables.

En outre, nous observons, que si la SCI CARGO n'est pas endettée, son acquisition se fera à hauteur de plus de 60% par endettement bancaire.

Dans le cadre de la présente opération, le critère du RNR doit être examiné sous l'angle des conséquences de l'opération pour l'actionnaire ARGAN, développées au § 3.2.2, dans lequel nous présentons l'impact de l'opération sur le RNR par action ARGAN.

#### Sur le critère du dividende

Tout comme pour le RNR, il apparaît que ce critère doit être apprécié au regard de l'impact de l'opération pour l'actionnaire ARGAN, ce qui sera fait au travers de l'analyse de la capacité distributive future d'ARGAN (§ 3.2.2).

Nous n'avons pas identifié d'autres critères d'évaluation pertinents susceptibles d'être mis en œuvre de manière homogène pour les parts apportées et l'action ARGAN.

### **3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée**

#### **3.1 Diligences effectuées pour vérifier le caractère équitable de la rémunération**

Nous avons mis en œuvre les principales diligences suivantes :

- Sur la base des travaux précédemment décrits (§ 2.3), nous avons analysé le positionnement de la rémunération par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes ;
- Par ailleurs, nous avons apprécié l'incidence de la présente opération pour les parties.

#### **3.2 Appréciation et positionnement de la rémunération proposée**

##### ***3.2.1 Positionnement de la rémunération proposée***

La rémunération proposée de 5.588.994 actions ARGAN résulte de la comparaison directe de valeurs de transaction librement négociées jugées pertinentes et peut, à ce titre, être considérée comme équitable.

Elle se trouve de plus corroborée par le critère de référence de l'ANR, mis en œuvre sur des bases homogènes, qui fait ressortir une fourchette de rémunération comprise entre 5.681.551 et 6.007.600 actions ARGAN. En se situant légèrement en dessous du résultat de ce critère, la rémunération proposée de 5.588.994 actions ARGAN apparaît légèrement favorable à l'actionnaire ARGAN.

Elle se situe dans la fourchette large des critères boursiers (cours de bourse et objectifs de cours), étant rappelé que cette fourchette a été présentée à titre informatif en raison du caractère insuffisamment représentatifs de ces critères dans le cadre de la présente opération.

##### ***3.2.2 Conséquences de l'opération pour les parties***

Les associés de la Société ont participé aux discussions avec ARGAN, et négocié et accepté les modalités de la présente opération qui leur permet notamment de bénéficier d'un accès à de la liquidité au travers de la Cession.

S'agissant d'ARGAN et de ses actionnaires historiques, l'opération appelle de notre part les observations suivantes :

##### Conséquences générales pour la société

L'opération, qui représente environ huit années de développement, permettra une accélération significative de la réalisation du plan stratégique de la société.

Par ailleurs, les entrepôts acquis ayant un âge moyen de 5 ans, cette acquisition va permettre de rajeunir le parc immobilier d'ARGAN qui s'établissait à 8,9 ans avant l'opération.

Le taux d'occupation de 100% devrait être maintenu, l'ensemble des biens acquis étant loués.

### Conséquences sur les agrégats financiers

Le management d'ARGAN nous a communiqué un plan d'affaires sur la période 2019-2027 ainsi qu'une analyse de l'impact de l'opération sur le résultat net récurrent 2019 d'ARGAN. Avant toute analyse, il convient de rappeler que ces prévisions reposent sur une hypothèse de refinancement du prêt relais de 645 millions d'euros, contracté par ARGAN pour financer l'opération, qui n'est pas entièrement sécurisé à ce jour. Ainsi, dans le cadre de l'établissement de ce plan d'affaires, le management a retenu des conditions financières de refinancement reflétant celles obtenues au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2019 par ARGAN dans le cadre de son activité courante, ainsi que celles des propositions déjà obtenues dans le cadre de ce refinancement.

Sur la base des projections établies par le management, la présente opération d'acquisition de 100% de la SCI CARGO devrait avoir, à périmètre constant, un effet relatif sur le résultat net par action de la société, à l'exception de l'exercice en cours du fait notamment des frais engagés pour l'opération. Nous précisons néanmoins que le management estime que l'opération est relative en termes de résultat net récurrent proforma dès 2019.

Il ressort de l'ANR proforma au 30 juin 2019, présenté dans le projet de Document E, que l'opération conduira à une relation de l'ANR par action de l'ordre de 3,5%.

Les anticipations du management laissent présager une amélioration de la capacité distributive d'ARGAN, étant précisé que la société a précisé ne pas prévoir de modification significative de la politique de dividendes menée lors des derniers exercices.

Enfin, le management d'ARGAN anticipe le maintien du ratio de LTV à un niveau inférieur à 60%, objectif historiquement affiché par la société.

### **3.3 Synthèse**

La rémunération proposée a été librement négociée entre parties indépendantes (ARGAN et les Apporteurs) à la suite d'un processus compétitif, et résulte de la comparaison de valeurs relatives jugées pertinentes, corroborées par le critère usuel de l'ANR, ce qui confirme son caractère équitable.

Elle fait apparaître une décote de 14%<sup>16</sup> sur le cours de bourse d'ARGAN par rapport au CMPV 60 jours au 10 juillet 2019. Cette référence doit, cependant, être relativisée compte tenu (i) des faibles volumes échangés sur le marché, (ii) de l'importance de la prime sur ANR extériorisée par le cours de bourse des sociétés foncières logistiques européennes et (iii) du fait que les deux analystes suivant le titre présentent des objectifs de cours très éloignés et divergents.

Nous observons que la présente opération d'apport participe précisément à l'accélération du développement attendu de la société, ainsi qu'à l'atteinte des objectifs du plan stratégique de la société<sup>17</sup>, avec une relation attendue du résultat net récurrent par action.

Par conséquent, à l'issue de nos travaux, et compte tenu des avantages procurés par l'apport, nous n'avons pas relevé d'éléments susceptibles de remettre en cause le caractère équitable de la rémunération proposée.

---

<sup>16</sup>  $(50/57,95) - 1 = (-14\%)$ .

<sup>17</sup> Etant précisé qu'ARGAN a indiqué son intention de poursuivre la mise en œuvre de son pipeline de développement par l'intermédiaire d'un investissement de l'ordre de 150 millions d'euros par an tout en se laissant la possibilité de procéder à des arbitrages sélectifs d'actifs.

#### 4. Conclusion

En conclusion de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération proposée pour l'apport conduisant à émettre 5.588.994 actions nouvelles de la société ARGAN, présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 12 septembre 2019

Les Commissaires aux apports

  
Dominique MAHIAS

  
Olivier PERONNET

Commissaires aux comptes  
Membres de la Compagnie Régionale de Paris et de Nanterre