

M. Jacques Ehrmann
Président Directeur général
Mercialys
10 rue Cimarosa
75116 Paris

Neuilly-sur-Seine, le 9 février 2012

Objet : Opinion indépendante sur l'intérêt, d'un point de vue financier,
du projet Montana pour la société *Mercialys* et ses actionnaires

Monsieur le Président,

Conformément aux termes de notre lettre de mission du 18 janvier 2012, vous trouverez dans les sections ci-après notre opinion sur l'intérêt, d'un point de vue financier, du « projet Montana » pour *Mercialys* (« la Société ») et ses actionnaires.

Après avoir rappelé le contexte de la mission, le présent courrier présente nos conclusions et précise les limites de nos travaux ainsi que les conditions de publicité de nos conclusions et du rapport attaché.

Contexte de notre mission

Mercialys (la « Société ») est une société d'investissement immobilier cotée (SIIC) à la bourse de *NYSE Euronext Paris* (compartiment A) et spécialisée dans la détention et la gestion de centres commerciaux. Fondée par le *Groupe Casino* et introduite en bourse en 2005, *Mercialys* est toujours contrôlée par le *Groupe Casino* qui détient à ce jour 50,09% du capital et 50,13% des droits de vote. Le *Groupe Casino* est également le principal partenaire de la Société s'agissant de son développement immobilier. En vertu de ce partenariat, Casino développe et mène un *pipeline* de projets que *Mercialys* acquiert pour nourrir sa croissance.

La Société dispose d'un patrimoine de 2,6 milliards d'euros (droits inclus) à fin 2011, composé essentiellement de centres commerciaux de taille moyenne, de centres commerciaux de proximité et d'autres surfaces commerciales (cafétérias, supérettes, grandes surfaces spécialisées, etc.).

L'Opération initiée par *Mercialys* s'articule autour de trois volets : industriel, patrimonial et financier.

- **Industriel** : *Mercialys* souhaite développer une stratégie plus offensive en développant la valeur ajoutée des services qu'elle propose à ses clients commerçants et à ses clients finaux (développement de partenariats, de nouveaux services marketing, etc.). Cette stratégie est cohérente avec le développement du concept « Esprit Voisin » que *Mercialys* met en œuvre depuis 2007. Ce concept, fondé sur la notion de proximité, vise à différencier les galeries commerciales et les centres dans leur ensemble, en proposant à la clientèle une offre de proximité, ancrée dans sa région avec un apport de services (aire de jeux, aire de repos, points WiFi, etc.). A ce jour, ce sont une trentaine de centres qui ont fait l'objet d'une rénovation fondée sur le concept « Esprit Voisin ». Aujourd'hui, *Mercialys* souhaite accélérer la mise en œuvre de ce programme en développant encore plus son offre (offre multi-canal, nouveaux services, etc.).
- **Patrimonial** : *Mercialys* souhaite recentrer son patrimoine sur les centres les plus à même de répondre positivement à sa stratégie industrielle. Sur cette base, 50 à 60 actifs devraient être cédés d'ici la fin de l'année 2012 pour un montant total d'environ 500 m€.
- **Financier** : *Mercialys* souhaite matérialiser auprès de ses actionnaires le succès du développement réalisé depuis l'introduction en bourse en leur rendant une fraction significative des capitaux investis dans la Société et en leur permettant d'augmenter la rentabilité des capitaux restants grâce à l'effet de levier de l'endettement. La Société affiche aujourd'hui une structure financière libre de toute dette, situation financière particulièrement atypique dans ce secteur d'activité où l'endettement financier représente couramment 40% de la valeur du patrimoine. La nouvelle stratégie industrielle et patrimoniale va ainsi s'accompagner d'une « normalisation » de la structure financière de la Société conduisant à un ratio LTV d'environ 40%. Cet objectif de structure financière sera atteint grâce à deux propositions de distributions aux actionnaires, l'une de 1 000 m€ effectuée au printemps 2012 et financée en totalité par endettement, l'autre de 250 m€ effectuée en fin d'année et conditionnée par la réalisation du programme de cession de galeries évoqué ci-dessus.

Par ailleurs, le *Groupe Casino* a fait part de son intention de réduire sa participation dans *Mercialys* pour la porter à un niveau de 30% à 40% et abandonnera parallèlement la majorité des sièges du conseil d'administration de *Mercialys* au profit d'un collège d'administrateurs indépendants. Cette opération va ainsi entraîner une modification majeure de la structure actionnariale et de la gouvernance de la Société. Le *Groupe Casino* restera néanmoins le premier actionnaire de *Mercialys*. En outre, afin d'assurer le maintien du partenariat industriel entre *Mercialys* et le *Groupe Casino*, il sera proposé au nouveau conseil d'administration de *Mercialys* de conclure un nouveau partenariat avec le *Groupe Casino* et de poursuivre l'ensemble des autres conventions de prestations de services.

L'ensemble de ces éléments recouvre le « projet Montana », également désigné comme « l'Opération ».

C'est dans ce contexte que, à la demande du conseil d'administration, le comité d'audit de *Mercialys* a désigné *Accuray* afin que le conseil dispose d'une opinion indépendante sur l'intérêt présenté par l'Opération d'un point de vue financier tant pour la Société elle-même que pour l'ensemble de ses actionnaires et notamment sur (i) le caractère raisonnable de la structure financière de la Société après l'Opération et (ii) l'absence d'impact négatif de l'Opération sur le développement de la Société tel que décrit dans son plan d'affaires.

Conclusions de nos travaux

Sur la base des diligences effectuées dans le cadre de notre mission, nous considérons que la structure financière de la Société résultant de l'Opération présente un caractère raisonnable et que la réalisation de l'Opération ne devrait pas avoir d'impact négatif sur la viabilité financière de la Société et sur son plan de développement. Par ailleurs, considérant d'une part les impacts positifs attendus du recentrage du portefeuille d'actifs et de l'évolution de l'actionnariat et d'autre part l'absence d'impact du changement de structure financière sur la valeur des actions, nous estimons que l'Opération est respectueuse de l'intérêt des actionnaires de *Mercialys*.

Concernant l'intérêt de l'Opération pour la Société, notre analyse a porté sur le seul volet financier de l'Opération, sans considération de l'intérêt, avancé par le management de la Société, des volets industriel et patrimonial. Notre conclusion à cet égard, énoncée ci-dessus, s'est appuyée sur les résultats de trois tests distincts que nous avons réalisés conformément à la pratique dans ce type de mission.

- Le test de marché sur la comparabilité de la structure financière a pour objectif d'apprécier le caractère raisonnable de la structure financière de la Société à l'issue de l'Opération comparativement à celle des sociétés comparables du secteur. A cet égard, nos analyses ont notamment montré que les ratios LTV (*Loan To Value*) et ICR (*Interest Coverage Ratio*) affichés par la Société après l'Opération se comparent favorablement aux ratios moyens affichés par un échantillon de sociétés foncières européennes cotées en bourse (« les Sociétés Comparables »).
- Le test de liquidité a pour objectif de vérifier que la Société sera en mesure de faire face à ses échéances financières après l'Opération non seulement dans le contexte du plan d'affaires élaboré par le management de la Société mais également dans le contexte d'un scénario « dégradé ». Nos travaux ont montré que toutes les conditions afférentes aux financements mis en place dans le cadre de l'Opération (*covenants* bancaires et plafond de la ligne de crédit *revolving*) sont respectées dans le contexte du plan d'affaires comme dans celui du scénario dégradé. Nous attirons néanmoins votre attention sur le fait que ce scénario dégradé n'a pas pour objectif de modéliser l'impact éventuel de risques extrêmes, comme rappelé ci-après.

Parallèlement, sur la base d'une analyse historique des emprunts obligataires émis par des sociétés foncières européennes cotées en bourse, nous nous sommes assurés du caractère raisonnable du délai de 18 mois laissé à la Société pour refinancer le crédit relais contracté dans le cadre de l'Opération.

Enfin, à plus long terme, dans le cas où la Société serait confrontée à des difficultés de refinancement, les données que nous avons recueillies sur le marché de l'immobilier commercial en France laissent penser que la profondeur de ce marché est suffisante pour permettre de résoudre une impasse de trésorerie en cédant des actifs.

- Le test de solvabilité a pour objectif de vérifier que, à l'issue de l'Opération et à plus long terme dans l'hypothèse d'un scénario défavorable, la valeur de marché des actifs de la Société reste supérieure à la dette financière nette exigible. A cet égard, nous avons montré qu'en raison de la grande résilience de la valeur des actifs (liée notamment à leur protection contre une hausse des taux d'intérêt provoquée par le retour de l'inflation), la structure financière de la Société au lendemain de l'Opération ne semble pas de nature à peser sur la solvabilité de la Société.

Par ailleurs, nous avons effectué une analyse de sensibilité sur les taux de capitalisation utilisés dans le plan d'affaires de la Société pour déterminer les flux d'acquisition et de cession d'actifs sur la période 2012-2015. Il ressort de cette analyse que les taux de capitalisation réels devraient être sensiblement plus élevés que les taux historiquement observés sur une période longue pour que la Société affiche, tant dans le contexte du plan d'affaires que dans celui du scénario dégradé, des ratios LTV proches du maximum de 50% imposé par les créanciers bancaires.

S'agissant de l'intérêt de l'Opération pour les actionnaires de la Société, nous nous sommes intéressés aux conséquences pour l'ensemble des actionnaires et pour l'actionnaire contrôlant *Groupe Casino*.

- Pour l'ensemble des actionnaires, les deux volets industriel et patrimonial de l'Opération devraient avoir un impact positif sur la valeur de leur patrimoine. Compte tenu de la priorité donnée à la mesure des effets de l'Opération sur la viabilité financière de la Société, nous n'avons pas mesuré cet impact potentiel dans le cadre des présents travaux.

S'agissant du volet financier de l'Opération, le changement de structure financière a certes pour effet de modifier le profil de risque de la Société en augmentant la volatilité anticipée des résultats et donc du cours de bourse, mais il permet dans le même temps de bénéficier de l'effet de levier de la dette au travers de la double augmentation de la rentabilité anticipée des capitaux propres et de la croissance des dividendes. Sur la base des exigences de rentabilité implicitement formulées par le marché sur les Sociétés Comparables via leur coefficient bêta respectif, nous avons montré à l'aide d'un exemple chiffré que le changement de structure financière envisagé devrait être neutre sur le patrimoine des actionnaires.

Parallèlement, l'Opération n'est pas sans effet sur le statut boursier du titre *Mercialys*. En raison du changement de structure financière, le titre perd son statut de valeur défensive au sein du secteur. Du fait des distributions envisagées et malgré la baisse du taux de participation du *Groupe Casino*, le flottant diminue en valeur absolue : les conséquences de cette évolution sur la liquidité du titre dépendent de la décision des actionnaires de réinvestir ou non dans la Société tout ou partie des distributions reçues. Enfin, nonobstant la qualité des dispositions existantes pour gérer efficacement les conflits d'intérêts entre *Mercialys* et *Groupe Casino*, l'évolution de l'actionnariat pourrait renforcer l'attractivité du titre pour certains investisseurs notamment institutionnels.

- Pour l'actionnaire contrôlant *Groupe Casino*, les distributions effectuées par *Mercialys* et la cession d'une fraction significative de la participation détenue dans *Mercialys* va améliorer notablement la flexibilité financière du groupe. Par ailleurs, en raison de la perte du contrôle de *Mercialys* et de la sortie subséquente de cette société du périmètre des sociétés consolidées par intégration globale, l'endettement contracté par *Mercialys* pour financer la première distribution ne viendra pas augmenter l'endettement financier consolidé du *Groupe Casino*.

Limites de nos travaux

Nous attirons votre attention sur les éléments suivants :

- Notre rapport reflète notre opinion à la date de nos travaux. Nos analyses dépendant pour une large part d'événements ou de décisions futurs par définition partiellement aléatoires ou imprévisibles, notre opinion ne constitue en aucune manière une assurance quant à la viabilité ou à la pérennité financière de la Société.
- Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) que la Société ou ses conseils nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.
- Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévisions élaborés par le management de la Société fin 2011 et synthétisés dans le plan d'affaires 2012-2015 n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de la Société, des explications orales données par le management sur les perspectives de développement et des performances globales observées sur les sociétés cotées comparables. En outre, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels du groupe et de ses filiales, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.
- S'agissant de la valeur du patrimoine foncier, nos travaux se sont reposés entièrement sur les estimations fournies par les experts immobiliers indépendants mandatés par la Société pour évaluer régulièrement son patrimoine.
- Nous n'avons pas eu accès au modèle financier de prévision développé par la Société pour construire son plan d'affaires, en raison du niveau de complexité de ce dernier et des délais impartis pour la réalisation de nos travaux. S'agissant du plan d'affaires dégradé, construit à notre demande par le management de la Société, sur la base d'hypothèses définies en commun, nous n'avons donc pas été en mesure de valider la fiabilité des résultats issus du modèle de prévision. Nous avons cependant examiné la cohérence des évolutions observées par rapport au plan d'affaires de la Société.
- Le scénario « dégradé », construit avec le management de la Société, a pour objectif de mesurer l'impact d'une évolution défavorable de la situation économique générale. Il n'a donc pas pour objectif de modéliser l'impact éventuel de risques extrêmes (krach boursier, crise systémique, etc.) au cours de la période de prévision.

Par ailleurs, lecture faite du présent rapport, les dirigeants de *Mervialys* ont confirmé, dans une lettre d'affirmation adressée à *Accuracy*, que les informations utilisées dans le présent rapport reflètent à leur connaissance la situation de la Société à fin 2011 ainsi que les perspectives de développement anticipées à cette date, et qu'ils ne disposaient à fin 2011 d'aucun élément d'information susceptible d'infléchir significativement dans un sens ou dans un autre le résultat des analyses effectuées par *Accuracy*.

Publicité du présent rapport et de ses conclusions

Nous vous rappelons que nous nous sommes engagés à conserver le caractère confidentiel de certaines données qui nous ont été transmises. À cet égard, nous vous rappelons que ce rapport est destiné à la direction de la Société, au conseil d'administration de la Société et aux conseils (juridiques, financiers et autres) intervenant dans le cadre exclusif de l'Opération. Le présent rapport ne peut donc être communiqué, reproduit ou transmis à quiconque sans notre autorisation expresse.

Cependant, après en avoir informé *Accuracy*, la Société pourra faire état de l'existence de la présente mission auprès de tout tiers clairement identifié (commissaires aux comptes de la Société, Autorité des marchés financiers, banques prêteuses pressenties dans le cadre de l'Opération, agences de notation,...) et leur communiquer le résultat de nos analyses en leur transmettant soit le présent courrier résumant nos conclusions et accompagnant notre rapport d'évaluation (dans son intégralité), soit le rapport d'évaluation (dans son intégralité), soit les deux documents (dans leur intégralité). Sous réserve d'en avoir préalablement informé *Accuracy* et de lui avoir donné l'opportunité de formuler des observations sur la façon dont le présent courrier est présenté, la Société pourra communiquer la lettre de couverture à un public plus large (par exemple actionnaires et investisseurs potentiels via une insertion sur son site Internet). Dans le cas où la Société envisagerait une autre forme de communication (par exemple extrait du courrier de couverture ou fraction du rapport), la Société devra obtenir l'accord écrit préalable d'*Accuracy* tant sur le public visé que sur la forme de la communication (accord qui ne pourra être refusé (i) sans motif légitime compte tenu de la publicité dont la Société souhaite entourer l'obtention du rapport ou (ii) si la demande de communication émane d'une autorité quelconque ou d'une décision de justice).

Nous nous tenons naturellement à votre disposition pour toute question ou complément d'information et vous remercions de la confiance que vous nous avez témoignée en nous confiant ces travaux.

Veillez croire, Monsieur le Président, à l'expression de nos sentiments les meilleurs.



Bruno Husson
Associé



Henri Philippe
Associé