

**DIDIER KLING & ASSOCIES**

Dominique MAHIAS  
28 avenue Hoche  
75008 Paris

**FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER**

Olivier PERONNET  
14 rue de Bassano  
75016 Paris

## **ARGAN**

Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 29.616.448 €  
10, rue Beffroy,  
92200 Neuilly-sur-Seine  
RCS de Nanterre N° 393 430 608

**Rapport des commissaires aux apports  
sur la rémunération des apports  
devant être effectués par la société GERILOGISTIC  
à la société ARGAN**

*Ordonnance de Monsieur le Président  
du Tribunal de Commerce de Nanterre du 18 octobre 2017*

**Rapport des commissaires aux apports  
sur la rémunération des apports  
devant être effectués par la société GERILOGISTIC  
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 18 octobre 2017 concernant l'apport, au profit de la société ARGAN (ci-après « ARGAN »), de deux immeubles à usage d'entrepôts détenus par la société GERILOGISTIC, nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports conformément à la doctrine de l'Autorité des Marchés Financiers (Position – recommandation n°2011-11 « *Opérations d'apport ou de fusion* »), il nous appartient, au titre de cette mission d'apprécier le caractère équitable de la rémunération proposée dans le cadre de l'apport.

Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre avis sur la valeur des apports.

Les conditions du présent apport ont été arrêtées dans le traité d'apport signé le 26 octobre 2017 par les représentants des sociétés concernées.

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le caractère équitable de la rémunération des apports. 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 à l'apport 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 et description des apports
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actifs apportés et aux actions de la société bénéficiaire.
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé
4. Conclusion

## **1. Présentation de l'opération envisagée et description des apports**

Il résulte notamment du traité d'apport signé le 26 octobre 2017 entre les sociétés ARGAN et GERILOGISTIC les informations suivantes :

### **1.1 Contexte de l'opération**

Dans le cadre de sa stratégie de croissance, ARGAN envisage d'acquérir par voie d'apport deux immeubles à usage d'entrepôts détenus par la société GERILOGISTIC situés sur la commune de Moissy-Cramayel.

L'apport permettra notamment à ARGAN :

- d'accroître sa surface totale de plateforme logistique, avec un premier immeuble ayant une superficie SHON de 25.568m<sup>2</sup>, et un second de 19.894m<sup>2</sup> ;
- de s'implanter dans la zone clé du Parc d'activités Moissy Sud, site logistique en forte croissance, avec un accès direct à plusieurs axes routiers, dont l'autoroute A5 ;
- d'élargir son portefeuille clients, et d'améliorer sa visibilité, dans la mesure où les plateformes acquises sont déjà louées à un client prestigieux, SNCF MOBILITES encore engagé pour une durée résiduelle de 8 ans et 7 mois à la date du communiqué de presse du 26 octobre 2017.

### **1.2 Présentation des parties en présence**

#### ***1.2.1 ARGAN – société bénéficiaire***

ARGAN est une société anonyme au capital de 29.616.448 euros, divisé en 14.808.224 actions de 2 euros de valeur nominale, 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.

Son siège social est situé 10, rue Beffroy, 92200 Neuilly-sur-Seine.

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. ».

### **1.2.2 GERILOGISTIC - société apporteuse**

GERILOGISTIC est une société à responsabilité limitée au capital de 10.000 euros, divisé en 500 parts sociales de 20 euros de valeur nominale, intégralement libérées et toutes de même catégorie.

Son siège social est situé 23, avenue Victor Hugo, 75016 Paris.

GERILOGISTIC a pour objet social :

- « la prise de participation sous toutes formes dans toutes sociétés, notamment dans le secteur immobilier, financier ou industriel et de faire toutes les opérations commerciales, industrielles, financières, mobilières ou immobilières pouvant se rapporter directement ou indirectement, ou être utiles à l'objet, ou susceptibles d'en favoriser la réalisation et le développement ;
- la gestion des participations financières qu'elle détient dans lesdites sociétés ;
- la constitution et la gestion d'un patrimoine composé d'immeubles, de droits réels immobiliers ou de valeurs émises en représentation de tels droits ;
- la participation de la société, par tous moyens, dans toutes opérations pouvant se rapporter à son objet, par voie de création de sociétés nouvelles, de souscription ou d'achat de titres ou droits sociaux, de fusion ou autrement. ».

### **1.2.3 Liens entre la société apporteuse et la société bénéficiaire**

A la date du présent rapport, il n'existe pas de lien capitalistique direct entre les parties, étant précisé que la société GERIFIM, société mère de GERILOGISTIC, détient 7.000 actions ARGAN, soit 0,05% de son capital, ni aucun dirigeant commun entre ARGAN et GERILOGISTIC.

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

#### *Date de réalisation*

L'opération d'apport sera réalisée 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 convenu par les parties, dans le traité d'apport, que l'Assemblée Générale Extraordinaire devra être convoquée pour le 13 décembre 2017.

Le transfert de propriété des immeubles objets du présent apport interviendra le jour de la date de réalisation.

#### *Régimes juridique et fiscal*

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 relève en matière de droits d'enregistrement du droit fixe prévu à l'article 810 du Code général des impôts.

### **1.4 Description et évaluation des apports**

#### *Description des apports*

Les apports sont constitués d'un entrepôt décomposé en deux immeubles loués à SNCF MOBILITE en application de deux baux distincts à échéance chacun au 1<sup>er</sup> mai 2026 :

- un premier immeuble (« Immeuble 1 ») à usage d'entrepôt, situé à Moissy-Cramayel (Parc d'activités Moissy Sud), et d'une surface SHON indicative de 25.568m<sup>2</sup> (dont 22.585m<sup>2</sup> d'entrepôt et locaux techniques et 2.086m<sup>2</sup> de bureaux et locaux sociaux) ;
- un second immeuble (« Immeuble 2 ») également à usage d'entrepôt et situé à Moissy-Cramayel (Parc d'activités Moissy Sud), d'une surface SHON indicative de 19.894m<sup>2</sup> (dont 19.414m<sup>2</sup> d'entrepôt et locaux techniques et 480m<sup>2</sup> de bureaux et locaux sociaux).

#### *Evaluation des apports*

Les apports sont proposés pour leur valeur réelle, qui repose sur la valeur d'expertise immobilière établie par le cabinet CBRE VALUATION dans son rapport du 12 octobre 2017, soit 40.460.000 euros hors droits.

Sur cette base, les deux immeubles objets du présent apport seront apportés pour leur valeur réelle globale arrondie à 40.000.000 euros.

## 1.5 Rémunération des apports

La rémunération des apports a été fixée par les parties par comparaison de la valeur réelle des apports résultant de l'expertise CBRE VALUATION avec la valeur réelle de l'action ARGAN correspondant à l'actif net par action réévalué sur la base des valeurs d'expertise CBRE VALUATION.

Sur cette base, en rémunération de l'apport, ARGAN émettra 1.355.932 actions nouvelles, d'une valeur nominale de 2 euros chacune, soit une augmentation de capital de 2.711.864 euros. La différence entre la valeur d'apport (40.000.000 euros) et le montant de l'augmentation de capital (2.711.864 euros), soit 37.288.136 euros, constituera une prime d'émission sur laquelle porteront les droits des actionnaires anciens et nouveaux.

## 1.6 Conditions suspensives

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

- renonciation du titulaire du Droit de Prémption Urbain (« DPU ») à son DPU sur les immeubles objets de l'apport ;
- réception par la société bénéficiaire d'un état hypothécaire (hors formalités) portant sur l'Immeuble, de moins de trente (30) jours, à la date de réalisation et ne révélant aucun privilège ou hypothèque conventionnelle, judiciaire ou légale, aucune inscription, autres que celles pour lesquelles aura été fourni par l'apporteur à la société bénéficiaire :
  - o soit (i) la copie de l'accord de mainlevée des créanciers inscrits contre remboursement, emportant également renonciation contre remboursement à la Cession Dailly visée à l'Article 6.6. du traité d'apport (« *Propriété de l'Immeuble* »), et (ii) une attestation du notaire de l'apporteur confirmant qu'il détient les fonds nécessaires au remboursement des créanciers inscrits et au paiement des frais de mainlevée et qu'il a reçu instruction irrévocable de procéder au remboursement des créanciers inscrits après approbation de l'apport par l'Assemblée Générale Extraordinaire et à la régularisation de l'acte de mainlevée ;
  - o soit une copie d'un acte de mainlevée pure et simple des inscriptions hypothécaires et une attestation des créanciers confirmant la renonciation à la cession Dailly visée à l'Article 6.6. du traité d'apport (« *Propriété de l'Immeuble* »).
- réception par la bénéficiaire, au plus tard le 22 novembre 2017, des deux rapports des commissaires aux apports portant respectivement sur la valeur de l'apport et sur la rémunération par ARGAN de l'apport ;

- absence à la veille de l'Assemblée Générale Extraordinaire (i) d'un sinistre affectant durablement au moins vingt pour cent (20%) de la surface utile de l'un et/ou l'autre des immeubles apportés, et/ou (ii) d'un évènement empêchant durablement l'exploitation par le locataire de l'un et/ou l'autre des immeubles apportés ; et
- approbation de l'apport, de son évaluation et de ses modalités de rémunération par l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de la société bénéficiaire.

## **2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'actif apporté et aux actions de la société bénéficiaire**

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires d'ARGAN sur les valeurs relatives retenues afin de déterminer la rémunération de l'apport (Partie 2) et d'apprécier le caractère équitable de cette dernière (Partie 3).

### **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 des apports et notamment la pertinence des valeurs relatives attribuées aux apports et aux actions de la société bénéficiaire et le caractère équitable de la rémunération par rapport à ces valeurs relatives.

Dans ce cadre, nous avons en particulier effectué les travaux suivants :

- nous nous sommes entretenus et avons tenu des réunions de travail avec les dirigeants et représentants d'ARGAN, 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 ;
- nous avons pris connaissance du traité d'apport du 26 octobre 2017 et de ses annexes ;



- concernant l'évaluation des apports, nous nous sommes référés aux diligences mises en œuvre pour apprécier la valeur des apports correspondant à leur valeur réelle, dont nous rendons compte dans notre rapport sur la valeur des apports et qui ont notamment consisté à :
  - obtenir l'évaluation immobilière réalisée par CBRE sur l'apport et procéder à sa revue avec l'assistance de l'expert immobilier mandaté par nos soins, à savoir le cabinet CATELLA VALUATION ADVISORS (CVA), représenté par son Président Monsieur Jean-François DROUETS, FRICS Registered Valuer, dont la mission a notamment consisté à :
 

*« Pour le cas particulier de l'actif situé Parc d'Activité A5-Sénart – Rue Denis Papin - 77550 MOISSY CRAMAYEL [i.e. l'apport], réaliser une analyse critique du rapport d'expertise transmis et réaliser une évaluation indépendante sur pièces sur la base des informations contenues dans le rapport d'expertise. » ;*
  - tenir une réunion de travail avec CBRE en présence de l'expert immobilier mandaté par nos soins sur les objectifs de sa mission, l'approche méthodologique, les diligences mises en œuvre et son appréciation des principaux paramètres de l'évaluation ;
  - tenir des réunions de travail avec notre expert immobilier et obtenir son rapport sur le travail d'évaluation effectué par CBRE VALUATION ;
- nous avons effectué une prise de connaissance détaillée de la société ARGAN incluant en particulier :
  - la revue du document de référence au 31 décembre 2016, et du rapport financier semestriel au 30 juin 2017,
  - la revue des informations publiées par ARGAN, notamment au cours de l'exercice 2017, dont les communiqués de presse,
  - l'examen des éventuels événements significatifs intervenus depuis le 30 juin 2017,
  - la revue et l'examen des notes des analystes financiers portant sur ARGAN, et le cas échéant, sur les sociétés cotées qui lui sont comparables ;
- nous avons examiné l'évaluation des actions ARGAN retenue pour fixer la rémunération, à savoir l'ANR par action sur la base des expertises immobilières CBRE VALUATION au 30 juin 2017 ;

- nous avons conduit des diligences spécifiques sur les évaluations CBRE VALUATION en relation avec notre expert immobilier dont la mission a consisté sur ces aspects à :

*« Analyser, sur la base de son jugement professionnel et des bonnes pratiques en matière d'expertise en évaluation immobilière, les méthodologies retenues par l'expert en charge des évaluations des actifs immobiliers détenus par le groupe A [ARGAN] ;*

*Analyser de manière critique les hypothèses financières retenues, notamment la construction des taux de capitalisation, d'actualisation et autres paramètres financiers retenus » ;*

- en relation avec l'expert immobilier mandaté par nos soins, nous avons contrôlé la cohérence des évaluations immobilières réalisées par CBRE sur l'apport d'une part et sur le patrimoine D'ARGAN d'autre part, s'agissant notamment :
  - o du caractère similaire des méthodologies d'évaluation mises en œuvre,
  - o de la cohérence des hypothèses retenues entre les deux évaluations ;

et avons obtenu ses rapports.

- nous avons recherché d'éventuels critères d'évaluation alternatifs susceptibles d'être mis en œuvre pour les apports et la société ;
- nous avons obtenu une lettre d'affirmation des dirigeants d'ARGAN et de GERILOGISTIC.

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société ARGAN sur la rémunération des apports qui lui sont consentis par la société GERILOGISTIC. 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.

## 2.2 Méthodes d'évaluation et valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société ARGAN

### 2.2.1. Valeurs relatives proposées par les parties

Chaque semestre, ARGAN fait procéder à l'évaluation de son patrimoine par CBRE VALUATION et publie sur cette base son ANR triple net EPRA<sup>1</sup> par action. Le dernier ANR hors droits par action publié au 30 juin 2017 s'établit à 29,50€.

Dans le cadre de l'acquisition, ARGAN a également fait procéder à l'évaluation des apports par CBRE VALUATION. Le rapport d'évaluation de CBRE VALUATION du 12 octobre 2017 conclut à une valeur de 40,4M€ hors droits et 43,2M€ droits compris.

Aux termes de leur discussions, les parties sont convenues de fixer la rémunération des apports par comparaison directe de la valeur hors droits des apports de 40M€ avec le dernier ANR triple net EPRA par action de 29,50€, c'est-à-dire sans application d'aucune prime ou décote de part ou d'autre.

<b>Calcul de la rémunération par rapport à l'ANR par action</b>	
Valeur d'expertise des apports (M€)	40 (a)
ANR par action Argan (€ / action)	29,5 (b)
<b>Rémunération proposée (nb d'actions)</b>	<b>1 355 932 (a) / (b)</b>

Sources : traité d'apport et analyses Finexsi

### 2.2.2. Appréciation des valeurs relatives

Pour apprécier la rémunération nous avons recherché une approche multicritères pour la société bénéficiaire.

Le premier critère est celui de l'ANR (§ 2.2.2.1.) puis celui du cours de bourse (§ 2.2.2.2.).

#### 2.2.2.1. Le critère de l'ANR

Les apports et le patrimoine d'Argan sont constitués par des biens de même nature, à savoir des entrepôts logistiques situés en France, loués à des tiers.

Ils ont été évalués l'un et l'autre par CBRE VALUATION selon une approche identique fondée sur une actualisation des flux de trésorerie à titre principal, complétée par une approche par capitalisation des loyers à titre de recoupement.

---

<sup>1</sup> l'ANR Triple net EPRA mesure la juste valeur de l'actif net d'une société foncière après prise en compte des impôts sur plus-values latentes et de la juste valeur des actifs, de la dette et des instruments financiers. Les droits et frais de cession des actifs ne sont pas pris en compte. L'ANR Triple Net permet d'appréhender une valeur à un instant donné, après avoir mis à la juste valeur l'ensemble des postes d'actifs et de passifs du bilan.

Ces critères d'évaluation usuels apparaissent adaptés à l'évaluation d'entrepôts logistiques, étant observé que compte tenu des spécificités propre à chaque entrepôt (emplacement, qualité du bail, caractéristiques techniques, etc.) les approches par comparaison n'apparaissent pas pertinentes pour ces biens.

Les travaux réalisés par l'expert immobilier mandaté par nos soins confortent les approches et les paramètres de calcul considérés par CBRE VALUATION, ainsi que le caractère homogène des hypothèses considérées de part et d'autre, ses rapports concluant :

i. Sur l'évaluation des apports :

*« L'avis de Catella Valuation Advisors est donc que l'évaluation réalisée par CBRE Valuation de l'actif sis Parc d'Activités A5 Sénart– Rue Denis Papin – 77550 Moissy-Cramayel [l'apport], date de valeur le 11 octobre 2017, est conforme aux règles et aux pratiques de la professions, qu'il est exhaustif et que sa conclusion est en adéquation avec le marché actuel. ».*

ii. Sur l'évaluation du patrimoine d'ARGAN :

*« L'avis de Catella Valuation Advisors est donc que la mission d'évaluation globale du patrimoine immobilier du Groupe A.[ARGAN] qu'a réalisée CBRE Valuation pour la campagne réglementaire au 30 juin 2017 a été menée en parfaite adéquation avec l'ensemble des normes professionnelles qui régissent l'expertise en évaluation immobilière, que l'ensemble des diligences requises ont été effectuées, que les méthodologies retenues étaient conformes et appropriés et que les conclusions sont fiables et homogènes, en parfaite cohérence avec le marché. ».*

Les valeurs relatives retenues par les parties dans le cadre de la présente opération d'apport apparaissent pertinentes et adaptées au regard des caractéristiques de l'apport et de la société bénéficiaire. Il s'agit du même critère d'évaluation, établi sur des bases homogènes.

**Calcul de la rémunération par rapport à l'ANR par action**

Valeur d'expertise des apports (M€)	40	(a)
ANR par action Argan (€ / action)	29,5	(b)
<b>Rémunération proposée (nb d'actions)</b>	<b>1 355 932</b>	<b>(a) / (b)</b>

Sources : traité d'apport et analyses Finexsi

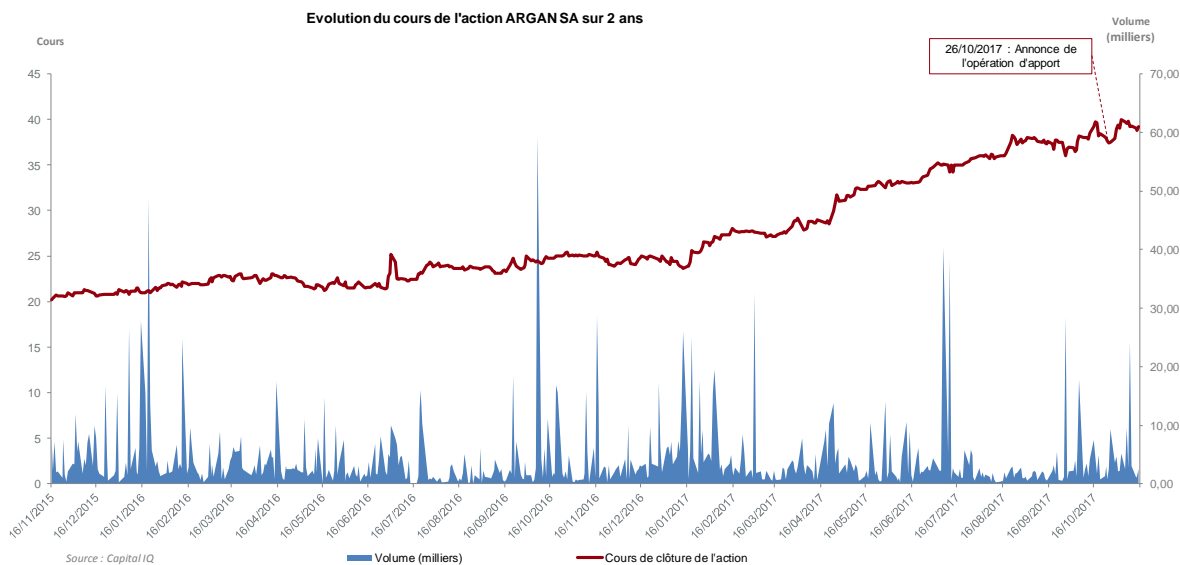
ARGAN étant une société cotée, un second critère d'évaluation peut également être mis en œuvre la concernant : son cours de bourse.

2.2.2.2. La référence au cours de bourse d'ARGAN

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées, sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant.

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 15 novembre 2017 :



La part du capital flottant ressort à 41% au 30 juin 2017.

Par référence au cours de bourse au 15 novembre 2017, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

#### ARGAN SA - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital <sup>(1)</sup>		% du flottant <sup>(1)</sup>	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
<b>Spot (15/11/2017)</b>	<b>39,18</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>0,02 %</b>	<b>0,02 %</b>	<b>0,04 %</b>	<b>0,04 %</b>
CMPV 60 jours	38,04	4	215	137	8 192	0,02 %	1,35 %	0,06 %	3,70 %
CMPV 1 mois	38,94	4	101	171	3 932	0,03 %	0,63 %	0,08 %	1,74 %
CMPV 3 mois	38,01	3	225	130	8 560	0,02 %	1,41 %	0,06 %	3,87 %
CMPV 6 mois	35,93	4	504	137	18 093	0,02 %	3,15 %	0,07 %	8,78 %
CMPV 12 mois	30,80	4	1 101	132	33 920	0,03 %	6,88 %	0,08 %	19,51 %
CMPV 24 mois	26,69	4	2 168	112	57 866	0,03 %	13,54 %	0,07 %	37,97 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

Source : Capital IQ et analyse Finexsi.

Par référence au cours de bourse moyen des 3 derniers mois, la rémunération s'établirait comme suit :

#### Calcul de la rémunération par rapport au CMPV 3 mois

Valeur d'expertise des apports (M€)	40	(a)
CMPV 3 mois - action Argan	38,01	(b)
<b>Rémunération théorique induite (nb d'actions)</b>	<b>1 052 355</b>	<b>(a) / (b)</b>

Sources : traité d'apport et analyses Finexsi

Lors des 24 derniers mois, 37,97% du flottant a été échangé ce qui représente une rotation du capital de 13,54%.

Au regard de ces données, le titre ARGAN, qui fait par ailleurs l'objet d'un suivi limité par les analystes, apparaît peu liquide.

Compte tenu des volumes traités sur chacune des deux dernières années, la rémunération proposée de 1.355.932 actions nouvelles ARGAN correspond à plus de 12 mois d'échanges sur le marché.

On peut également noter que le cours de bourse moyen 3 mois fait ressortir une prime de 29%<sup>2</sup> sur l'ANR publié de la société. Cette situation peu courante s'inscrit dans le contexte d'un développement soutenu de la société avec des objectifs de croissance importants annoncés au marché, comme nous y reviendrons.

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'opération devant par ailleurs intégrer d'autres considérations que nous examinerons ci-après.

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

---

<sup>2</sup> (38,01€ / 29,50€) - 1

### 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 :

- nous avons analysé le positionnement de la rémunération par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes ;
- nous avons analysé l'incidence de la présente opération sur la situation des actionnaires d'ARGAN, ainsi que ses conséquences pour la société.

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

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

##### **Tableau récapitulatif de la rémunération**

	<b>Valeurs relatives</b>	<b>Parité induite pour l'apport de 40 M€ (nb d'actions)</b>
ANR par action Argan (€ / action)	29,5	1 355 932
CMPV 60 jours	38,0	1 051 482
CMPV 1 mois	38,9	1 027 349
CMPV 3 mois	38,0	1 052 344
CMPV 6 mois	35,9	1 113 430
CMPV 12 mois	30,8	1 298 870

*Sources : traité d'apport et analyses Finexsi*

Selon les critères, la rémunération induite varie entre 1.051.482 et 1.355.932 actions. La rémunération des apports retenue par les parties, soit 1.355.932 actions nouvelles ARGAN, résulte de la comparaison directe des valeurs relatives de l'ANR selon nous les plus pertinentes et déterminées sur des bases homogènes.

### ***Conséquences de l'opération pour la société et ses actionnaires***

Sur la base des projections établies par le management, la présente opération d'apport aura un effet dilutif sur le résultat net récurrent par action d'ARGAN des prochaines années limité à moins de 5% (dès lors, notamment, que l'acquisition par voie d'apport ne vise pas à recourir à l'effet de levier lié à l'endettement).

Les objectifs de la société annoncés au marché dans la présentation « *slide show* » de ses résultats au 30 juin 2017, publiée le 26 septembre 2017, consistent entre autres à :

- (i) réduire son ratio d'endettement (ou LTV<sup>3</sup>), et
- (ii) à poursuivre sa croissance pour atteindre une valeur (hors droit) de son patrimoine de 1.150 millions d'euros à horizon 2018 pour 1.103 millions d'euros au 30 juin 2017.

Ainsi, en permettant de réduire le LTV (de 2,1% par rapport au 30 juin 2017) et d'accroître le patrimoine (de 40 millions d'euros), la présente acquisition par voie d'apport s'inscrit dans le cadre de la réalisation du plan stratégique de la société, sans sortie de ressources.

En complément, nous avons examiné en relation avec la direction financière de la société l'impact de l'opération sur le cash-flow par action d'ARGAN. Sur la base des prévisions établies par le management, l'opération conduira à une amélioration du cash-flow, ce qui, là aussi, participera au développement de la société.

### ***Conséquence de l'opération sur le titre ARGAN***

Comme nous l'avons vu ci-dessus, la liquidité du titre est relativement faible avec une rotation du flottant limitée à 38% sur les 24 derniers mois.

Selon le communiqué de presse d'ARGAN du 27 octobre 2017, 1.200.000 actions nouvelles devant être émises en rémunération de l'apport ont été placées auprès d'une large base d'investisseurs internationaux par la banque DEGROOF PETERCAM, ce qui augmentera le nombre d'actions composant le flottant d'environ 20%<sup>4</sup>. L'augmentation du flottant de 20% et de la capitalisation boursière d'ARGAN du fait de l'augmentation de capital sont, selon nous, des éléments de nature à améliorer la liquidité du titre, au bénéfice de ses actionnaires.

---

<sup>3</sup> Loan To Value : ratio d'endettement correspondant au rapport entre la dette financière nette et la valeur réelle du patrimoine.

<sup>4</sup> (6.070.145 actions composant le flottant + 1.200.000 actions nouvelles placées) / 6.070.145 actions composant le flottant.



### 3.3 Synthèse

La rémunération proposée a été librement négociée entre parties indépendantes (ARGAN et GERILOGISTIC), et résulte de la comparaison de valeurs relatives jugées pertinentes déterminées sur des bases homogènes assurant les termes d'une comparaison cohérente.

Elle fait apparaître une décote de 22% sur le cours de bourse d'ARGAN par rapport au CMPV 3 mois au 15 novembre 2017. Cette référence doit, cependant, être relativisée compte tenu (i) des faibles volumes échangés sur le marché, et (ii) de l'importance de la prime sur ANR extériorisée par le cours de bourse dans un contexte de développement continu de la société.

On doit d'ailleurs observer que la présente opération d'apport participe précisément au développement attendu que semble anticiper le cours de bourse, ainsi qu'à l'atteinte des objectifs du plan stratégique de la société, sans dilution significative du résultat net 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'élément susceptible de remettre en cause le caractère équitable de la rémunération proposée.

#### 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 1.355.932 actions nouvelles de la société ARGAN, présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 22 novembre 2017

Les Commissaires aux apports

**DIDIER KLING & ASSOCIES**

**FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER**

  
Dominique MAHIAS

  
Olivier PERONNET

Commissaires aux comptes  
Membres de la Compagnie Régionale de Paris