

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE D'UNE AUGMENTATION DE CAPITAL
DE LA SOCIETE MRM
RESERVE A LA SOCIETE SCOR

Paris, le 20 mars 2013

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE D'UNE AUGMENTATION DE CAPITAL DE LA SOCIETE
MRM RESERVEE A LA SOCIETE SCOR**

Le cabinet Didier Kling & Associés a été désigné par le conseil d'administration de la société MRM (« MRM ») en date du 18 janvier 2013 en qualité d'expert indépendant en vue d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'opération d'augmentation de capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, réservée à la société SCOR. Cette opération se traduira par l'émission de 26 155 664 actions nouvelles au prix unitaire compris entre 1,57€ et 2,04€ soit un apport en numéraire total compris entre 41M€ et 53M€.

Notre intervention s'inscrit dans le cadre de l'article 261-2 du Règlement Général de l'AMF qui requiert la désignation d'un expert indépendant en cas de réalisation d'une augmentation de capital réservée avec une décote par rapport au cours de bourse supérieure à la décote maximale autorisée en cas d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription et conférant à un actionnaire, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, le contrôle de l'émetteur au sens de l'article L.233-3 dudit code.

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 262-1 al 1 du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société MRM sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix de l'augmentation de capital
4. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'augmentation de capital

Sommaire

1.	Présentation de l'opération.....	4
1.1	Sociétés concernées par l'opération.....	4
1.1.1	Présentation de la société MRM.....	4
1.1.2	Présentation de l'investisseur SCOR.....	4
1.2	Présentation des motifs et des termes de l'opération.....	5
1.2.1	Motifs de l'opération.....	5
1.2.2	Termes de l'opération.....	7
2.	Présentation de l'expert indépendant.....	10
2.1	Présentation du cabinet Didier Kling & Associés.....	10
2.2	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Didier Kling & Associés au cours des 12 derniers mois.....	10
2.3	Déclaration d'indépendance.....	11
2.4	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	11
2.5	Rémunération.....	11
2.6	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante.....	11
2.6.1	Programme de travail détaillé.....	11
2.6.2	Calendrier de l'étude.....	13
2.6.3	Liste des personnes rencontrées.....	14
2.6.4	Informations utilisées.....	14
3.	Eléments d'appréciation de l'augmentation de capital.....	15
3.1	Données structurant l'évaluation de MRM.....	15
3.1.1	Référentiel comptable.....	15
3.1.2	Régime fiscal.....	15
3.1.3	Structure du capital et nombre d'actions.....	16
3.1.4	Patrimoine immobilier de MRM.....	17
3.2	Méthodes d'évaluation écartées.....	18
3.2.1	Méthode d'actualisation des dividendes futurs.....	18
3.2.2	Méthode des cours cibles des analystes financiers.....	18
3.2.3	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flows).....	18
3.3	Méthodes d'évaluation retenues.....	18
3.3.1	Méthode du cours de bourse.....	19
3.3.1.1	<i>Analyse de la liquidité de l'action MRM</i>	19
3.3.1.2	<i>Analyse du cours de bourse</i>	20
3.3.1.3	<i>Calcul des différentes moyennes du cours de bourse</i>	21

3.3.2	Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)	23
3.3.3	Méthodes des multiples boursiers	24
3.3.4	Méthode d'évaluation retenue à titre indicatif : Transactions comparables	27
3.4	Synthèse des éléments d'appréciation de l'augmentation de capital.....	29
4.	Accords connexes à l'augmentation de capital réservée	30
4.1	Restructuration des dettes bancaires	30
4.2	Réduction du capital social	30
4.3	Conversion des obligations en actions.....	31
4.4	Attribution gratuite de bons de souscription aux actionnaires actuels.....	32
5.	Synthèse.....	35
6.	Conclusion.....	37

Annexe 1 Formule de calcul du prix d'émission

Annexe 2 Montant des augmentations de capital et du nombre d'actions

Annexe 3 ANR et ratio LTV post augmentation de capital

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société MRM

MRM est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 28 015 816 euros, dont le siège social est situé au 11 place Edouard VII Paris (75009), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 544 502 206, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000060196.

L'activité immobilière de MRM a débuté au 2^{ème} semestre 2007 par l'apport à un véhicule coté des actifs de Dynamique Bureaux et Commerces Rendement, deux sociétés d'investissement créées et gérées par CBRE Global Investors.

Ainsi, les actionnaires actuels de MRM étaient en majorité des actionnaires de ces deux sociétés d'investissement.

La société a opté pour le régime SIIC à partir de janvier 2008 et détient un portefeuille d'actifs mixtes de bureaux situés à Paris et région parisienne ainsi que d'immeubles de commerce répartis entre l'Ile de France et la province.

1.1.2 Présentation de l'investisseur SCOR

SCOR SE (ci-après dénommée « SCOR ») est une société européenne au capital de 1 512 224 741,93 euros, dont le siège social est situé au 5 avenue Kleber Paris (75016), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 562 033 357, et dont l'action est cotée sur l'Eurolist Paris sous le code ISIN FR0010411983 et a une cotation secondaire sur le SWX Swiss Exchange.

SCOR est cinquième réassureur mondial intervenant dans le métier de réassurance dommages et réassurance vie avec, au 31 décembre 2012, un chiffre d'affaire de 9,5 Mds€, un résultat net de 0,4 Mds€ et une capitalisation boursière de 4,3 Mds€.

SCOR dispose de sa propre société de gestion de portefeuille d'investissement, SCOR Global Investments, qui intervient pour l'ensemble des entités du groupe. Elle gère un portefeuille d'actifs d'un montant de 14Mds€ constitué à 4% de placements immobiliers.

1.2 Présentation des motifs et des termes de l'opération

1.2.1 Motifs de l'opération

Depuis 2008, année d'entrée dans le régime SIIC après les apports immobiliers opérés dans le second semestre 2007, MRM n'a enregistré aucun résultat net positif (sauf en 2011 grâce à un abandon de créances bancaires pour 23,9M€) et ses revenus locatifs n'ont cessé de décroître d'année en année.

Malgré des mesures d'ajustement qui ont été mises en place en 2009 et 2010, notamment par un recentrage des investissements sur des actifs existants et des arbitrages d'actifs qui ont donné lieu à la cession de la moitié de son patrimoine, MRM n'a pu générer de cash-flows opérationnels suffisants lui permettant d'honorer ses dettes bancaires.

Face à cette situation et dès 2009, MRM a procédé à plusieurs reprises avec ses banques à des restructurations de ses dettes. Elles se sont traduites par des reports d'échéances et des réductions de dettes en contrepartie d'intéressement sur le produit des ventes et de relèvement de la marge d'endettement.

Le tableau ci-après reprend les performances passées de MRM (en M€) :

	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12
Données consolidées					
Revenus locatifs	24,9	26,9	22,7	15,4	13,4
Ebitda	18,7	20,7	16,7	9,6	7,8
Coût de l'endettement financier	22,0	13,2	10,4	9	7,2
Résultat net consolidé	-7,3	-34	-18,6	2,5	-4,4
Cash flow opérationnel	-5,6	6,7	5,5	-1,5	0,4
Capitaux propres consolidés	71,3	37,4	18,8	21,3	16,9
Valeur du patrimoine	537	492	340	288	269
Dettes financières nettes	443	439	314	254	251
Ratio LTV bancaire	74%	80%	80%	70%	70%
Ratio LTV global*	82%	89%	92%	88%	93%
ANR EPRA HD	71,3	37,3	18,8	21,3	16,9
ANR EPRA HD / action (en €)	20,5	10,7	5,4	6,1	4,9
Capital social	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
Capitaux propres sociaux	46,7	21	9,5	19,9	10,4
Dividende	-	-	-	-	-

*yc emprunt obligataire net de trésorerie

Source : Etats financiers publiés

Le résultat net de 2011 est à retraiter d'un produit financier « exceptionnel » lié à l'extinction de passifs financiers obtenue dans le cadre de la restructuration de la dette bancaire HSH intervenue le 17 février 2011 pour 23,9 M€.

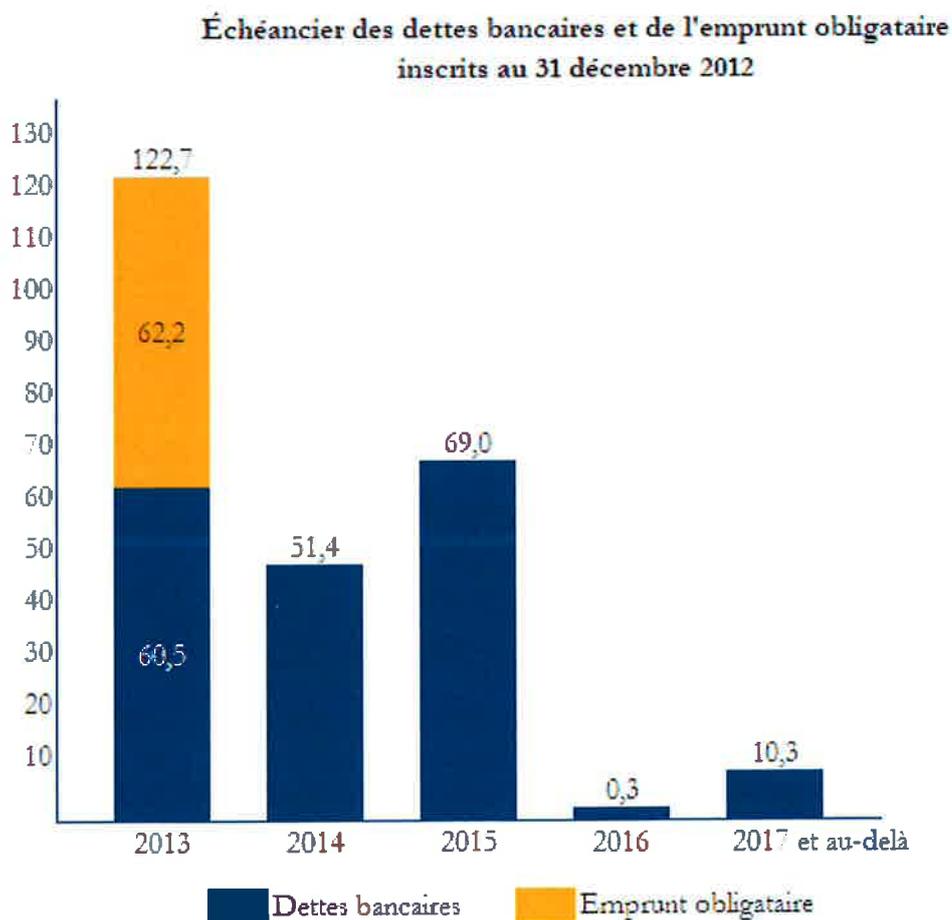
Au 31 décembre 2012, après son dessaisissement de la moitié de son patrimoine depuis 2008, MRM est dans l'incapacité d'honorer ses dettes qui arrivent à échéance de façon massive en 2013.

De plus, MRM doit au 31 décembre 2012 aux porteurs des obligations une somme de 8,15 M€ d'arriérés d'intérêts capitalisés au titre du 4^{ème} trimestre 2008 au 4^{ème} trimestre 2010 et du second semestre 2012.

Cet emprunt obligataire a été émis les 15 décembre 2005 et 28 juillet 2006 par la société DB Dynamique Financière, filiale de MRM, et souscrit uniquement par certains actionnaires de MRM pour un montant nominal de 54M€ et dont l'échéance est prévu le 31 décembre 2013.

Nonobstant la mise en vente de quatre actifs évalués à 28,5M€, le report de paiement des honoraires de gestion de CBRE Global Investors au titre du 1er semestre 2013 et le solde de trésorerie au 31 décembre 2012 pour 4M€, MRM est dans l'incapacité d'assurer la continuité de son exploitation au cours de l'année 2013 à cause de l'insuffisance de son cash-flow opérationnel et l'arrivée à échéance d'emprunts pour un montant global de 122,7M€ dont 60,5M€ d'emprunts bancaires.

Le graphique ci-après illustre l'échéancier des dettes bancaires et de l'emprunt obligataire :



Consciente de l'imminence de ces difficultés financières, MRM a mandaté dès juin 2011 une banque conseil, BNP Paribas, en vue de rechercher un investisseur lui permettant de renforcer ses fonds propres.

Cette recherche a été rendue publique par MRM dans sa communication financière.

La banque conseil a mené un processus compétitif afin de sélectionner de potentiels investisseurs ayant non seulement la capacité d'apporter de la liquidité nécessaire à la continuité de l'exploitation mais également une ferme volonté d'accompagner la société dans la mise en place d'une stratégie de redressement de son activité.

Force est de constater que parmi les huit marques d'intérêt reçues pendant la période de recherche d'investisseurs, seul SCOR a proposé une offre engageante.

1.2.2 Termes de l'opération

C'est dans ce contexte que la société SCOR a soumis à la direction de MRM les propositions suivantes :

- sur le plan opérationnel : Afin de remédier à la faiblesse des cash-flows opérationnels, SCOR propose de recentrer l'activité de MRM autour d'un portefeuille d'actifs de commerce en portant une attention particulière au taux d'occupation.

- sur le plan de la trésorerie : pour faire face au besoin de liquidité à court terme et renforcer les fonds propres, SCOR propose le plan suivant :

- Souscription en numéraire à une augmentation de capital lui conférant le contrôle de MRM sans excéder une participation de 59,9% pour le maintien du régime SIIC.
- Restructuration de l'emprunt obligataire en offrant aux porteurs des obligations la faculté de convertir leurs obligations en actions de MRM.
- Restructuration des dettes bancaires par l'extension de leur maturité et la réduction de certaines dettes.

Au terme des négociations engagées entre SCOR et la direction de MRM, les parties ont conclu en date du 7 mars 2013 un protocole d'accord dont les principaux termes et conditions sont :

1) Préalablement à toute opération portant sur le capital, il est convenu que :

a) à la signature du protocole, les banques s'engagent à allonger la maturité des emprunts de sorte que :

- Banque Saar LB : les remboursements prévus initialement en 2014 et en 2015, soient reportés pour la majorité à décembre 2017.
- ING Real Estate : les emprunts devant être honorés en 2014 soient différés dans leur quasi-totalité jusqu'en décembre 2017.
- HSH Nordbank : une partie des dettes dont le remboursement serait exigible en 2013 soit ajournée jusqu'à 2015. De plus, la banque consentira une réduction de sa créance à hauteur de 10M€.

b) l'assemblée générale de la masse des obligataires approuve la modification des modalités de l'emprunt obligataire :

- en y introduisant une clause de conversion donnant à chaque obligataire la faculté de convertir ses obligations en actions nouvelles de MRM pendant une période de quinze jours calendaires à compter du jour de l'introduction de cette option de conversion,
- en prolongeant la maturité de l'emprunt jusqu'au 31 décembre 2050,
- en réduisant le taux d'intérêt annuel de l'emprunt obligataire à 0,05 %.

2) Ensuite, il sera proposé à l'assemblée générale des actionnaires de MRM de se prononcer sur :

a) la réduction du capital social en portant le montant nominal des actions de huit euros à un euro afin d'apurer le report à nouveau négatif de MRM à hauteur de 24 513 839 €. Le solde du report à nouveau négatif au 31 décembre 2012, soit un montant de 30 581 587 €, sera imputé sur les primes d'émission, de fusion et d'apport.

b) l'attribution gratuite de bons de souscription d'actions MRM (ci-après dénommés « BSA ») aux actionnaires actuels à raison d'un BSA pour une action détenue. Les actionnaires actuels auront la faculté de souscrire des actions de MRM à raison de deux BSA pour une action nouvelle au même prix d'émission que SCOR, cela pendant une période allant de la date de réalisation de l'opération jusqu'au 31 décembre 2013.

c) la souscription en numéraire par la société SCOR à une augmentation de capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires de MRM, par l'émission de 26 155 664 actions nouvelles d'une valeur nominale d'un euro lui conférant ainsi une participation à hauteur de 59,9%, hors effet d'exercice des BSA.

Le montant de l'augmentation de capital réservée à SCOR ainsi que le prix de souscription des actions nouvelles seront arrêtés par le conseil d'administration de MRM en application de la formule de détermination du prix d'émission reprise en annexe 1.

Cette proposition est subordonnée à la réalisation de l'opération de conversion des obligations avec un taux de conversion minimum de 85%.

d) la conversion des obligations en actions nouvelles de MRM suite à l'exercice de la clause de conversion, sous réserve qu'au moins 85% des obligations en circulation soient converties en actions MRM. A défaut d'atteindre ce seuil, tout exercice de la clause de conversion sera réputé caduc et nul d'effet.

En cas de succès de l'offre de conversion, le nombre total d'actions de MRM, d'une valeur nominale d'un euro, remis aux obligataires sera égal à 14 007 908.

La parité de conversion des obligations en actions de MRM sera déterminée en divisant le nombre d'actions remises par le nombre d'obligations converties par application de la formule de détermination du prix d'émission reprise en annexe 1.

Les obligataires choisissant de participer à l'offre de conversion devront renoncer au paiement des intérêts courus sur l'emprunt obligataire depuis le 1er janvier 2013.

e) après la démission des membres du conseil d'administration à l'exception du Président Directeur Général actuel et, le cas échéant, des administrateurs indépendants, la nomination en qualité d'administrateur de trois ou quatre nouveaux membres sera au choix de SCOR. Ces nominations rentrent dans le cadre du nouvel accord de gouvernance de MRM, conférant ainsi à SCOR la majorité au sein du conseil d'administration.

3) Enfin, les termes du protocole stipulent les modalités supplémentaires suivantes en cas de réalisation des opérations sur le capital :

- Les intérêts capitalisés sur l'emprunt obligataire au 31 décembre 2012 d'un montant de 8 145 714 € seront réglés dans leur totalité.
- La modification des protocoles de gestion conclus entre, d'une part, MRM ou ses Filiales et, d'autre part, CBRE Global Investors, afin d'y introduire une structure de gestion et d'honoraires adaptée à la nouvelle stratégie de gestion d'actifs qui serait mise en œuvre par SCOR.
- La désignation d'un président du conseil d'administration choisi parmi les membres désignés par SCOR et le maintien des fonctions de Directeur Général de Monsieur Blanchard.

4) L'engagement de SCOR de souscrire à l'augmentation de capital est pris sous réserve de la réalisation ou de la satisfaction préalable, au plus tard le 30 juin 2013, des conditions suspensives ci-dessous :

- Signature d'une nouvelle documentation bancaire conforme aux accords ;
- Octroi par l'AMF de la dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique visée à l'Article 8, laquelle décision devra être devenue définitive à l'issue du délai prévu à l'article R.621-44 du Code monétaire et financier ;
- Absence d'effet ou de changement défavorable significatif avant la date de réalisation des opérations sur le capital ;
- Approbation des nouvelles modalités des obligations par l'assemblée des obligataires de DB Dynamique Financière ;
- Constatation de la conversion d'au moins 85% des obligations émises par DB Dynamique Financière en actions de MRM ;
- Approbation par l'assemblée générale mixte des actionnaires des projets de résolution nécessaires en vue de la réalisation de l'opération ;
- Modification des protocoles de gestion conclus avec CBRE Global Investors France.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Présentation du cabinet Didier Kling & Associés

Le cabinet Didier Kling & Associés, créé en 1979, est une société d'expertise comptable membre de la compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. Le cabinet Didier Kling & Associés est membre du réseau Crowe Horwath Partenaires, organisation française membre du réseau Crowe Horwath International.

L'activité du cabinet se répartit entre : audit légal, opérations d'apports-fusions, arbitrage, évaluation financière, expertise indépendante et expertise judiciaire.

Le cabinet dispose d'une expérience significative dans les missions d'opinion concernant des sociétés cotées. Les moyens techniques nécessaires à ces missions comprennent notamment les abonnements à plusieurs bases de données financières.

La présente mission a été réalisée par Didier Kling, associé signataire, assisté :

- D'une associée technique, Anne Nouquati.
- De deux collaborateurs disposant d'une expérience en matière d'évaluation d'entreprise.

La revue indépendante a été effectuée par Dominique Mahias, associée du cabinet.

2.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Didier Kling & Associés au cours des 12 derniers mois

Plusieurs missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers ont été réalisées par le cabinet Didier Kling & Associés au cours des 24 derniers mois. Celles-ci sont résumées ci-dessous :

Date	Cible	Initiatrice	Type d'offre
Nov. 2012	SAFA	Compagnie du Cambodge	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire
Juin 2012	Technicolor	-	Augmentation de capital réservée
Mai 2012	Paris Orléans	Rothschild Concordia	Offre publique de retrait
Mai 2012	Baccarat	-	Augmentation de capital réservée
Sept. 2011	ALDETA	ALTA BLUE	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire
Sept. 2011	ECT Industries	NSE Holding	Offre publique d'achat simplifiée
Juil. 2011	EDF Energies Nouvelles	EDF SA	Offre publique de retrait
Mai 2011	EDF Energies Nouvelles	EDF SA	Offre publique alternative simplifiée d'achat ou d'échange

2.3 Déclaration d'indépendance

Didier Kling et le cabinet Didier Kling & Associés n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'opération d'augmentation de capital objet du présent rapport, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 Juillet 2006.

Didier Kling et le cabinet Didier Kling & Associés :

- N'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance.
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.
- N'ont procédé à aucune évaluation de la société MRM au cours des dix-huit derniers mois.
- Ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'opération, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération.

2.4 Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Didier Kling & Associés est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général.

2.5 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Didier Kling & Associés au titre de la présente mission s'élève à 80 000 € euros, hors taxes et hors frais.

2.6 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

2.6.1 Programme de travail détaillé

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- prise de connaissance générale ;
- analyse et compréhension du projet d'augmentation de capital ;
- analyse sectorielle ;
- analyse de l'environnement juridique ;
- revue du contrat d'emprunt obligataire émis par DB Dynamique Financière ;
- prise de connaissance des résultats du processus de recherche d'investisseurs ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.



II Préparation de l'évaluation

Analyse des données financières de MRM

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et de résultat en vue de préparer l'évaluation ;
- analyse des rapports d'expertise immobilière diligentée par MRM ;
- analyse des rapports de contre-expertise immobilière diligentée par SCOR.

Prise de connaissance des travaux de « due diligence » accomplis par Ernst & Young, conseil de SCOR

Analyse du protocole d'accord conclu entre MRM et SCOR en date de 7 mars 2013

Analyse des accords de restructuration des dettes bancaires conclus avec Saar LB, ING RE et HSH

Discussion avec la banque conseil BNP Paribas ayant mené le processus compétitif dans le cadre de la recherche d'investisseurs

Discussion avec la banque conseil de SCOR, Rothschild & Cie. pour comprendre les objectifs de l'investisseur et la stratégie envisagée

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir et à écarter

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix de l'augmentation de capital

Méthodes d'évaluation de MRM écartées :

- Méthode des cours cibles des analystes financiers
- Actualisation des dividendes
- Méthode des flux de trésorerie actualisés

Evaluation multicritères de la société MRM :

- Cours de bourse :
 - Analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre)
 - Calcul des différentes moyennes du cours de bourse
- Actif net réévalué :
 - Analyse des expertises immobilières
 - Retraitements des comptes consolidés
 - Calcul des différents types d'ANR
- Méthode des comparables boursiers
 - Recherche des comparables boursiers
 - Valorisation des comparables en termes de multiples
 - Analyse des principaux agrégats financiers des comparables
 - Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples retenus

- Méthode des transactions comparables :
 - Recherche des transactions comparables
 - Valorisation des transactions comparables en termes de multiples
 - Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples retenus

IV Synthèse sur l'appréciation du prix de l'augmentation de capital

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et la détermination d'une fourchette de valeur
- Appréciation du prix de l'augmentation de capital
- Revue critique des opérations et accords connexes
- Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'opération envisagée

V Présentation d'une synthèse de nos travaux au Comité d'audit et au Conseil d'administration préalablement à la signature du protocole d'accord

VI Rédaction d'une lettre de confort

VII Rédaction du rapport d'évaluation

VIII Rédaction d'une lettre d'affirmation

IX Revue indépendante

X Présentation des conclusions au conseil d'administration de MRM

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le conseil d'administration de MRM a nommé Didier Kling & Associés en qualité d'expert indépendant lors de sa séance en date du 18 janvier 2013.

Notre mission s'est déroulée du 25 janvier au 20 mars 2013. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- Du 25 janvier au 21 février 2013 : prise de connaissance, analyse du contexte. Réunions avec la direction de MRM, sa banque conseil, ses commissaires aux comptes et la banque conseil de SCOR. Entretiens avec les experts immobiliers et le conseil juridique de MRM ;
- Du 11 février au 6 mars 2013 : préparation de l'évaluation, rédaction d'une synthèse de nos travaux ;
- 7 mars 2013 : Présentation de nos travaux au conseil d'administration arrêtant les modalités du protocole d'accord ;
- Du 11 mars au 19 mars 2013 : réactualisation des évaluations au 7 mars 2013 et rédaction du rapport d'expertise ;
- 20 mars 2013 : remise du rapport d'expertise.

Par ailleurs au cours de cette mission, les échanges ont pu être effectués par courriels et entretiens téléphoniques.

2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

MRM

Monsieur Jacques Blanchard, Président Directeur Général
Madame Marine Pattin, Directrice financière

BNP Paribas, banque conseil de MRM

Eric Dupau, Managing director
Philippe Personne, Directeur

Banque Rothschild & Cie, banque conseil de SCOR

Monsieur Nicolas Durand, Associé - Gérant
Monsieur Raphaël Feuillet, Directeur Adjoint

McDermott Will & Emery AARPI, conseil juridique de MRM

Maître Bertrand Delafaye, avocat à la Cour

Commissaires aux comptes

KPMG : Madame Sandie Belaisch, Senior manager
RSM CCI Conseils : Monsieur Pierre-Michel Monneret, Associé

Experts immobiliers de MRM

Catella Valuation :

Monsieur Jean-François Drouets, Président Directeur Général

FPD Savills :

Madame Annabelle Joyaux, Directrice
Monsieur David Poole, Directeur

2.6.4 Informations utilisées

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

- Comptes annuels et consolidés 2012 certifiés par les commissaires aux comptes avec une observation liée au principe de continuité d'exploitation.
- Documentation juridique corporate de MRM.
- Expertises immobilières des trois derniers arrêts comptables.
- Documents de présentation de l'offre d'investissement communiqués par SCOR.
- Documents de référence ainsi que l'information réglementée disponibles sur le site internet de MRM.
- Protocole d'investissement conclu en date du 7 mars 2013 entre MRM et SCOR.
- Informations de marché diffusées par InFinancials, Thomson One, Euronext et Xerfi 700.
- Données financières publiées par les sociétés du secteur.
- Etudes sur l'état du marché de l'immobilier d'entreprise en 2012 et les perspectives d'évolution publiées en janvier 2013 par Cushman & Wakefield, BNP Paribas Real Estate, CBRE et par la presse.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DE L'AUGMENTATION DE CAPITAL

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable de l'augmentation de capital.

3.1 Données structurant l'évaluation de MRM

3.1.1 Référentiel comptable

Du fait de sa cotation sur le compartiment C d'Euronext Paris, la société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés qui ont été certifiés par les commissaires aux comptes avec une observation liée au principe de continuité d'exploitation, au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2012.

Il est précisé qu'en application des normes IFRS, MRM enregistre :

- les immeubles de placement, en application de la norme IAS 40, à la juste valeur hors droits. Ils sont valorisés sur la base des expertises immobilières indépendantes conformément aux recommandations de l'EPRA (European Public Real Estate Association).

- les actifs destinés à la vente selon la norme IFRS 5. Leur juste-valeur est déterminée comme suit :

- immeubles sous promesse de vente : valeur de vente inscrite dans la promesse de vente sous déduction des frais et commissions de cession ;
- immeubles mis en vente : valeur d'expertise hors droits sous déduction des frais et commissions de cession.

- Les passifs financiers sont présentés selon la norme IAS 32 et évalués selon la norme IAS 39. Ils sont donc enregistrés initialement à leur juste valeur et ensuite au coût amorti sur la base du taux d'intérêt effectif.

- les produits dérivés en « Actifs et passifs financiers » à la juste valeur par le résultat. Même s'ils sont utilisés pour couvrir ses dettes à taux variable contre le risque de taux, MRM n'a pas opté pour leur comptabilité en tant qu'instrument de couverture au sens de l'IAS 39 compte tenu des caractéristiques de son endettement.

3.1.2 Régime fiscal

En janvier 2008, MRM a opté pour le régime fiscal de société d'investissements immobiliers cotée (SIIC) instauré par l'article 11 de la loi de finances pour 2003, lui permettant ainsi l'exonération d'imposition fiscale des produits de location d'immeubles et des plus-values de cession en contrepartie de la distribution de :

- 85% des bénéfices provenant de la location d'immeubles ;
- 50% des plus-values de cession d'immeubles ;
- 100% des dividendes reçus de filiales ayant opté pour le régime SIIC filiale.

A l'entrée dans le régime SIIC, MRM s'est acquittée d'une exit tax de 16,5% sur les plus-values latentes des immeubles et parts de sociétés immobilières détenues.

3.1.3 Structure du capital et nombre d'actions

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation du groupe MRM correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation net de l'auto-détention et augmenté des valeurs mobilières ayant un caractère dilutif (stock-options).

Le capital social est composé de 3 501 977 d'une valeur nominale de 8 euros, il se répartit comme suit au 31 décembre 2012 :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droit de vote simple	Nombre de droit de vote double	Total nombre de droit de vote	% des droits de vote
CBRE Global Investors	597 292	17,06%		1 194 584	1 194 584	19%
CARAC	323 360	9,23%		646 720	646 720	11%
SC TF Entreprises	191 102	5,46%		382 204	382 204	6%
SNC CAM Devpt	149 140	4,26%		298 280	298 280	5%
SCI PIMI Foncière	119 312	3,41%		238 624	238 624	4%
PREFF	117 579	3,36%		235 158	235 158	4%
Specials Fund	117 580	3,36%		235 160	235 160	4%
Flottant	1 835 102	52,40%	636 544	2 275 013	2 911 557	47%
Autocontrôle*	51 510	1,47%				0%
Nombre d'actions total	3 501 977	100,00%	636 544	5 505 743	6 142 287	100%
Nombre d'actions total hors autocontrôle	3 450 467		636 544	5 505 743	6 142 287	
Nombre d'actions de référence	3 450 467		636 544	5 505 743	6 142 287	

* Dont 47 950 actions au titre du contrat de liquidité

La direction de MRM nous a confirmé l'absence d'instruments financiers dilutifs.

Les statuts de MRM, mis à jour en date du 1^{er} juillet 2012, prévoient dans leur article huit qu'un droit de vote double est conféré à toutes les actions entièrement libérées inscrites en nominatif depuis au moins deux ans au nom d'un même actionnaire.

3.1.4 Patrimoine immobilier de MRM

Le patrimoine immobilier de MRM a évolué depuis 2008 de la manière suivante :

	Bureaux					Commerces					Total Patrimoine Hors droits				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
Stabilisés	203	200	117	55	59	124	166	102	166	154	326	366	219	220	214
En cours de commercialisation	101	89	81	67	55	109	37	40	n.a	n.a	211	126	121	67	55
Total patrimoine	304	289	197	122	115	233	203	142	166	154	537	492	340	288	269
<i>Variation</i>		-5%	-32%	-38%	-6%		-13%	-30%	16%	-7%		-8%	-31%	-15%	-6%

On constate que sur la période 2008 à 2012, MRM s'est dessaisi de la moitié de son patrimoine immobilier par des cessions jugées nécessaires pour faire face à ses difficultés financières.

Le portefeuille d'actifs immobiliers de MRM au 31 décembre 2012 est composé à hauteur de 57% d'actifs de commerce et de 43% d'actifs de bureaux, celui-ci comprend un peu moins de la moitié d'actifs en cours de valorisation.

Au 31 décembre 2012, le portefeuille d'actifs de commerce contribue à 72% dans les revenus locatifs nets soit un montant de revenus de 9,6M€ et à 28% pour les actifs de bureaux pour un montant total de 3,8M€.

Les actifs font l'objet d'une expertise immobilière à chaque arrêté comptable assurée par :

- Catella Valuation pour les actifs de bureau.
- FPD Savills pour les actifs mixtes et de commerce.

Les méthodes d'évaluation utilisées par les experts :

- Catella Valuation : méthode de capitalisation et méthode des flux futurs actualisés
- FPD Savills : méthode de capitalisation.

Ces méthodes sont complétées, à titre de recoupement, par la méthode des comparables et/ou la méthode des coûts de remplacement.

Dans le cadre de notre mission et pour notamment le besoin de la méthode d'ANR :

- nous avons revu le portefeuille expertisé compte tenu de ses caractéristiques propres (analyse de cohérence et de sensibilité) et des caractéristiques du marché de l'immobilier français issues des études publiées par les principaux acteurs du marché et des bases de données,
- nous nous sommes entretenus avec les experts immobiliers pour nous apporter des précisions sur leur méthodologie et sur le traitement retenu pour certains actifs,
- nous nous sommes entretenus avec les commissaires aux comptes pour comprendre la nature des diligences effectuées liées aux actifs immobiliers sur le plan comptable et le contrôle interne,

- nous avons rapproché et analysé les résultats de ces expertises avec la contre-expertise diligentée par SCOR.

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduit à écarter les méthodes suivantes :

3.2.1 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Depuis 2008, MRM n'a pas distribué de dividendes. Par ailleurs, compte tenu de ses besoins de développement, la société n'a pas défini une politique de distribution spécifique.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes ne peut être mise en œuvre.

3.2.2 Méthode des cours cibles des analystes financiers

La société MRM ne fait l'objet d'aucun suivi par les analystes financiers.

3.2.3 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flows)

Elle consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie futurs susceptibles d'être générés par l'activité.

Or, les experts immobiliers ont évalué le patrimoine de MRM selon la méthode de capitalisation de la valeur locative, qui n'est autre qu'une actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie.

Par conséquent, la mise en œuvre d'une méthode de DCF serait redondante avec la méthode de l'ANR établie sur la base des valorisations des experts immobiliers

3.3 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- méthode du cours de bourse ;
- méthode de l'actif net réévalué ;
- méthode des multiples boursiers

A titre indicatif :

- méthode des transactions comparables

3.3.1 Méthode du cours de bourse

Les actions de MRM sont cotées sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris sur le compartiment C (Mid-caps).

3.3.1.1 Analyse de la liquidité de l'action MRM

Avant l'opération, le capital flottant (actions détenues par le public) représentait environ 53% du nombre total d'actions, soit 3 501 977 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée à la dernière séance précédant l'annonce de l'opération (7 mars 2013).

Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés (moyenne quotidienne)	Titres échangés (cumul)	Volume cumulé (% du nombre total d'actions) (1)	Volume cumulé (% du flottant) (2)
Spot 07/03/13	1	1	0,00%	0,00%
Moyenne 1 mois	829	18 241	0,52%	0,98%
Moyenne 2 mois	862	37 922	1,08%	2,04%
Moyenne 3 mois	962	57 702	1,65%	3,10%
Moyenne 6 mois	682	85 306	2,44%	4,58%
Moyenne 1 an	404	102 629	2,93%	5,51%

Sources : Euronext

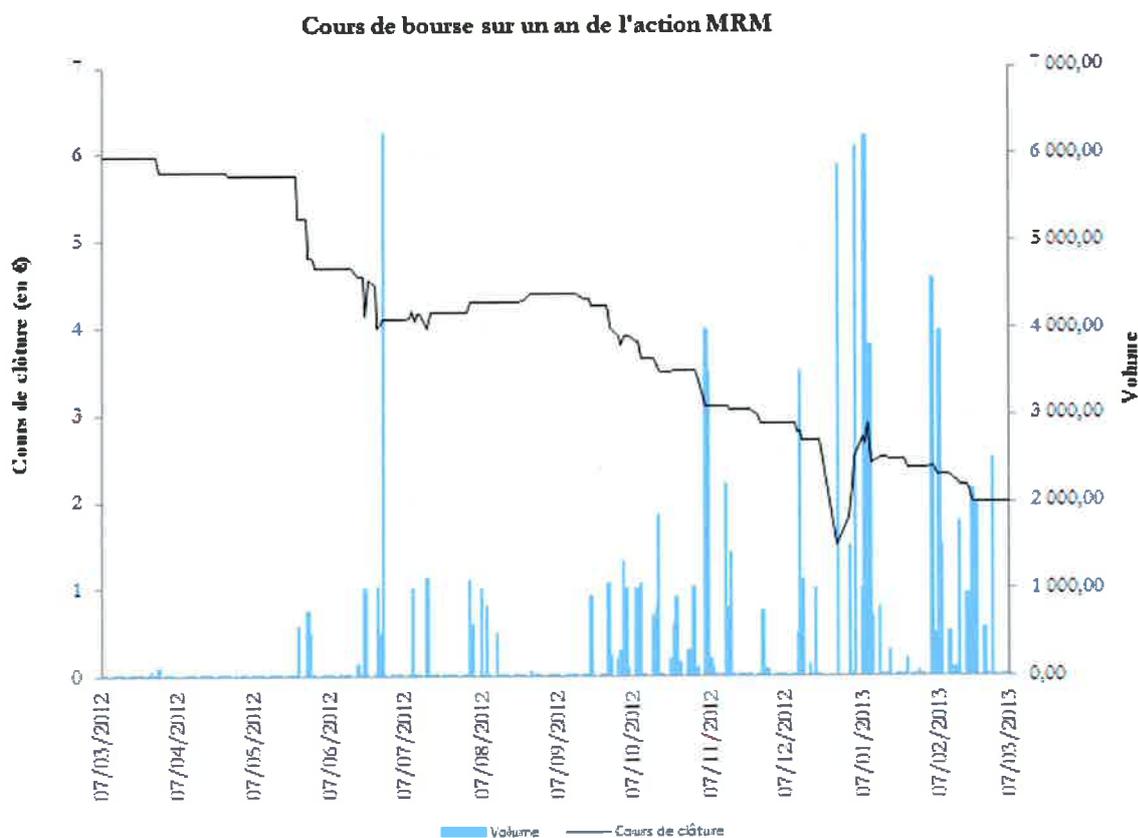
1 : Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

2 : Ratio entre le nombre total de titres échangés et le flottant

Les volumes moyens échangés quotidiennement sont limités. Le nombre total de titres échangés sur une période de 12 derniers mois représente 102 629 actions, soit un taux de rotation de 2,9% par rapport au nombre d'actions composant le capital et 5,5% du flottant.

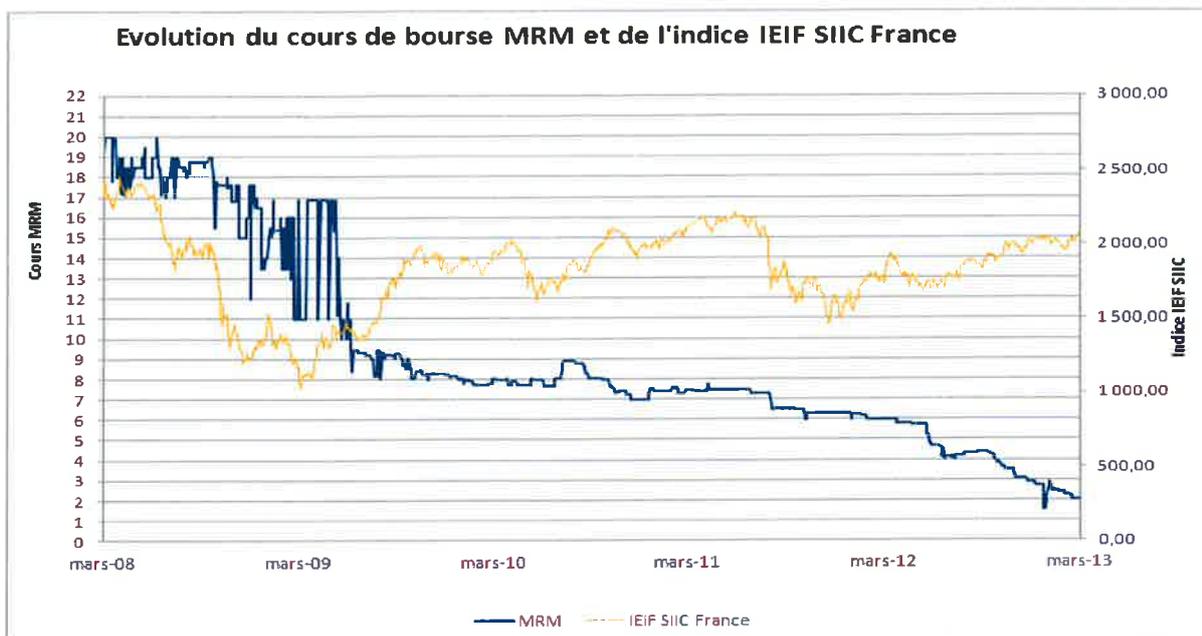
3.3.1.2 Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de l'action MRM sur une année est présentée ci-après :



Sur un an le cours de bourse a perdu 2/3 de sa valeur en passant de 5,98€ à 2€ au 7 mars 2013.

Le graphique ci-après présente l'évolution de l'action MRM par rapport à l'indice IEIF SIIC France depuis l'entrée de MRM dans le régime SIIC en janvier 2008 :



De 2008 à début mars 2013, l'action MRM a perdu 90% de sa valeur alors que l'indice IEIF SIIC France n'a perdu que 12% sous l'effet de la crise des subprimes entre 2008 et 2009. La reprise de l'indice est très nette à partir du 2ème semestre 2009 tandis que l'action MRM a poursuivi sa chute.

L'inversion de la courbe de l'action MRM s'explique par les difficultés financières qu'elle rencontrait déjà depuis 2008 avec des résultats déficitaires, des cash-flows négatifs et des difficultés à rembourser ses dettes l'ayant amené à renégocier les échéances de 2009, 2010 et 2011.

3.3.1.3 *Calcul des différentes moyennes du cours de bourse*

Le tableau ci-dessous présente les différents cours de MRM arrêté au 7 mars 2013 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'opération), sur la base du cours spot ainsi que les cours moyens de clôture pondérés par les volumes quotidiens de la société pour les périodes sélectionnées et par rapport au plus haut et au plus bas des 12 derniers mois.

Moyennes pondérées des cours de bourse de MRM au 07/03/13

	€/action
Cours de clôture (le 07/03/13)	2,00
CMPV* 1 mois	2,15
CMPV* 2 mois	2,38
CMPV* 3 mois	2,33
CMPV* 6 mois	2,68
CMPV* 12 mois	2,95
Plus haut 12 mois	5,98
Plus bas 12 mois	1,51

* Cours moyen pondéré par les volumes

Source : Euronext

Les différentes moyennes des cours de bourse s'établissent entre 2,15€ (moyenne 1 mois) et 2,95€ (moyenne 12 mois).

Les cours de référence les plus pertinents sont, selon nous, le cours moyen pondéré 1 mois, 2 mois et 3 mois qui intègrent la situation actuelle du marché et les publications trimestrielles de MRM sur son activité.

Le prix d'émission proposé, compris entre 1,57€ et 2,04€ par action, offre les primes et décotes suivantes :

Taux de conversion des obligations	85%	90%	95%	100%
Prix d'émission Scor	1,57	1,73	1,88	2,04
Cours spot	2,00	2,00	2,00	2,00
<i>Prime/décote</i>	-21%	-14%	-6%	2%
CMPV* 1 mois	2,15	2,15	2,15	2,15
<i>Prime/décote</i>	-27%	-20%	-12%	-5%
CMPV* 2 mois	2,38	2,38	2,38	2,38
<i>Prime/décote</i>	-34%	-27%	-21%	-14%
CMPV* 3 mois	2,33	2,33	2,33	2,33
<i>Prime/décote</i>	-32%	-26%	-19%	-13%

Ainsi, en cas de conversion de la totalité des obligations, le prix d'émission fait ressortir des primes /décotes comprises entre -14% et 2%.

En revanche avec un taux de conversion de 85%, le prix d'émission extériorise des décotes comprises entre 21% et 34%.

3.3.2 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

ANR EPRA Triple net constitue un indicateur de référence admis par les acteurs de marché pour valoriser une société foncière.

A chaque arrêté comptable MRM publie uniquement un ANR EPRA. Au 31 décembre 2012, celui-ci correspond à l'ANR IFRS.

Pour le passage de l'ANR EPRA à l'ANR EPRA Triple net, il est nécessaire de procéder aux retraitements suivants :

- Juste valeur des instruments financiers dérivés
- Juste valeur des dettes à taux fixe (conformément aux recommandations de l'EPRA de janvier 2013)
- Fiscalité latente des actifs non éligibles au régime SIIC

Compte tenu de l'échéance proche de l'emprunt obligataire, au plus tard décembre 2013, nous estimons que sa valeur comptable reflète sa valeur de marché.

ANR EPRA

(K€)	31/12/2012
ANR IFRS dilué hors droits	16 866
Retraitements EPRA	-
dont juste valeur des instruments financiers	-
x Actif - Dérivés à la juste valeur	
x Passif - Dérivés à la juste valeur	
dont impôts différés net	-
x Actif d'impôts différés	
x Passif d'impôts différés	
ANR EPRA hors droits	16 866
ANR EPRA hors droits par action*	4,89

* Hors 51 510 actions auto-détenues au 31/12/2012

ANR EPRA triple net

(K€)	31/12/2012
ANR EPRA dilué hors droits	16 866
Retraitement EPRA	-
Variation de JV de la dette fixe	-
ANR EPRA triple net hors droits	16 866
ANR EPRA triple net hors droits par action	4,89

La valeur de l'action MRM à partir de la méthode d'ANR s'établit à 4,89€.

Le prix d'émission proposé (entre 1,57€ et 2,04€), extériorise une décote comprise entre 58% et 68%.

Il est à noter que tous les actifs immobiliers sont hypothéqués au profit des banques prêteuses.

Vu les difficultés financières avérées de MRM et en l'absence de réalisation des opérations sur le capital envisagées, cet ANR serait à appréhender, en cas de défaillance par exemple, en tenant compte :

- d'une éventuelle décote sur les actifs à cause d'une mise en vente massive sur le marché et du besoin urgent de liquidité.
- des coûts de détresse financière estimés entre 10% et 20% de la valeur d'entreprise (Etude Andrade et Kaplan, octobre 1988) : il s'agit des coûts directs de faillite tels que les honoraires d'avocats, frais de procédures... et des coûts indirects liés à la perte de confiance des partenaires financiers, diminution des crédits fournisseurs, etc.

Ainsi, et sans tenir compte d'une éventuelle décote sur la vente des actifs, l'actif net réévalué en cas de faillite serait :

	Montant en M€
ANR triple net	16,90
Endettement net	251,15
Valeur d'entreprise	268,05
Coût de détresse financière (10%)	26,81
ANR triple net en cas de faillite	-9,91

C'est dire qu'hormis les banques prêteuses qui bénéficient d'une garantie sur les actifs, les créanciers chirographaires, dont les porteurs d'obligations, ne sont pas assurés du recouvrement de leur créance.

3.3.3 Méthodes des multiples boursiers

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société MRM les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons recherché un échantillon de sociétés comparables à MRM en termes de type d'actifs, de localisation géographique et de niveau de LTV (supérieur à 55%). Les sociétés suivantes répondent à ces critères : Bleecker, Foncière SEPRIC, Société de la Tour Eiffel et Züblin.

Or, les équations de la droite de régression linéaire et semi-logarithmique présentent une qualité statistique faible. Dès lors, nous ne retenons pas cette approche directe.

Néanmoins, nous avons privilégié l'approche consistant à appliquer les multiples boursiers de sociétés foncières compte tenu de la corrélation entre la décote sur ANR et le niveau de LTV.

A ce titre, nous avons sélectionné des SIIC présentant une décote sur ANR, un flottant supérieur à 15% et une liquidité de plus de 2% (titres échangés sur 1 mois) :

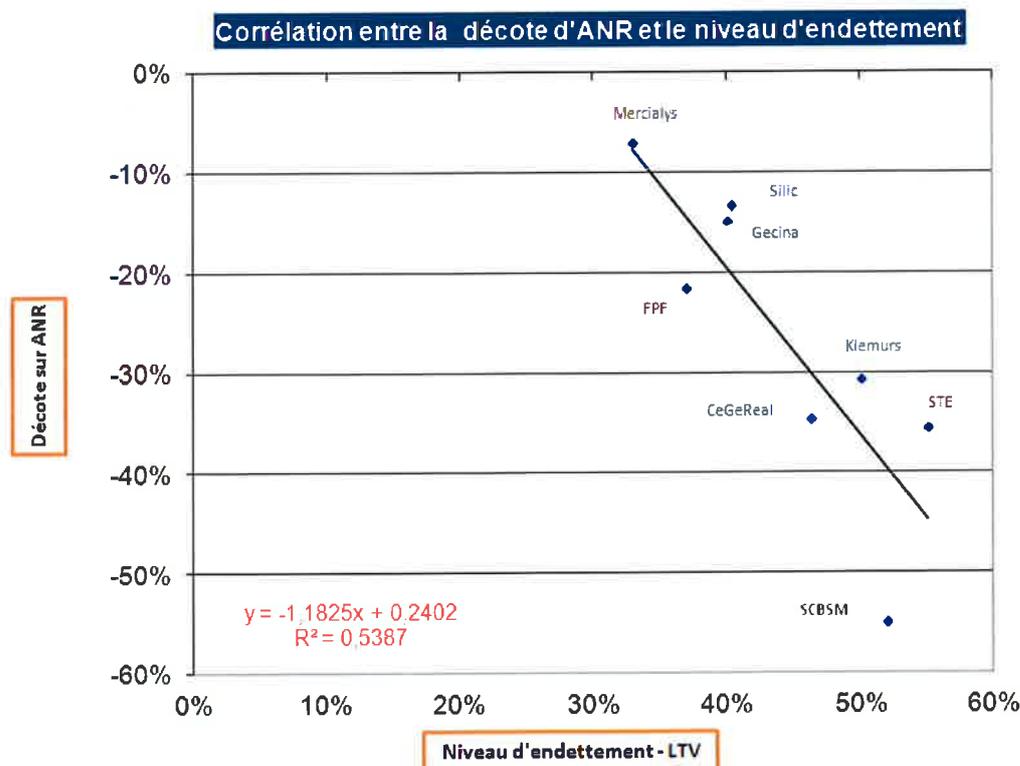
Société	Capitalisation** (en M€)	ANR en M€	Cours ** (en €)	ANR / action €	Prime/décote sur ANR	LTV
CEGEreal SA	313	476	23,37	35,70	-35%	46%
Foncière Paris France	223	495	110,23	140,30	-21%	37%
GECINA	5 198	6 135	85,58	100,50	-15%	40%
KLEMMURS*	141	203	17,09	24,60	-31%	50%
MERCIALYS	1 494	1 606	16,24	17,47	-7%	33%
SCBSM	43	96	3,35	7,41	-55%	52%
SILIC	1 459	1 680	83,46	96,13	-13%	40%
Société de la Tour Eiffel	272	403	44,45	68,90	-35%	55%

* Cours avant l'annonce de l'OPAS soit 30 janvier 2013

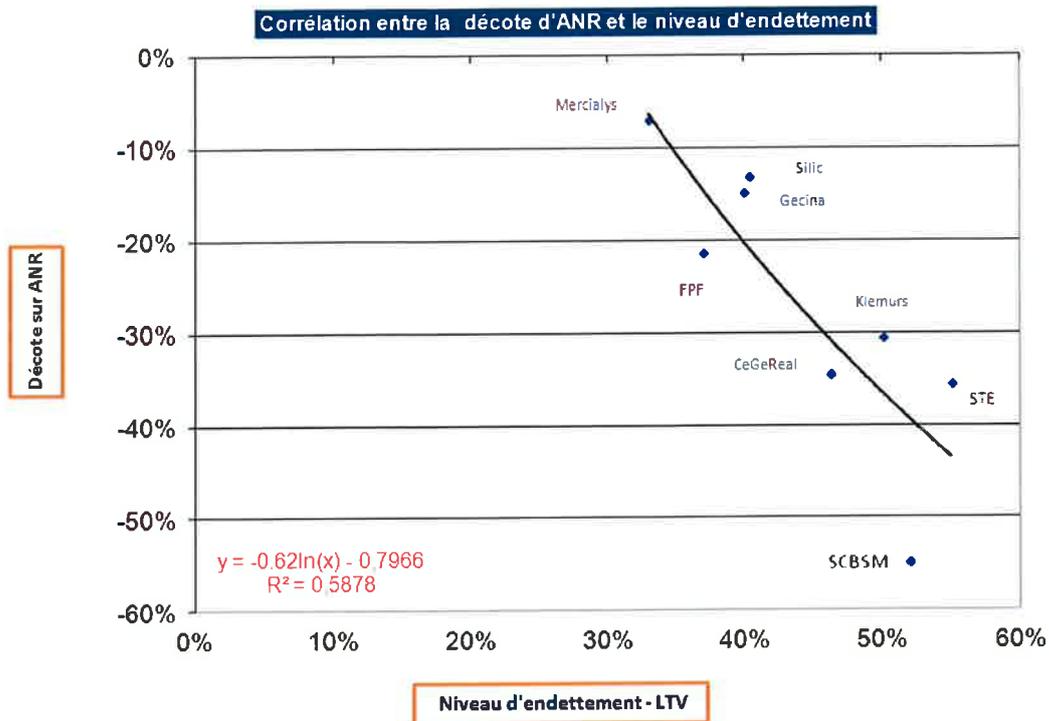
** Cours moyen pondéré 1 mois au 07/03/13

La corrélation entre la décote d'ANR et le ratio LTV de cet échantillon est illustrée par les graphiques suivants :

➤ Régression linéaire :



➤ Régression semi-logarithmique :



Compte tenu d'un R^2 satisfaisant et du ratio LTV de MRM, l'application de ces équations de régression conduit à la décote sur ANR et à la valeur de l'action de MRM suivantes :

	LTV à 93%	
	Décote	Valeur de l'action
Régression linéaire	-86%	0,67
Régression semi-logarithmique	-75%	1,20

Cette méthode démontre bien qu'inévitablement, plus le niveau d'endettement est élevé plus la décote sur ANR est importante.

Par conséquent, le prix de l'augmentation de capital (entre 1,57 et 2,04) fait ressortir une prime comprise entre 31% et 204%.

Taux de conversion des obligations	85%	90%	95%	100%
Prix d'émission Scor	1,57	1,73	1,88	2,04
Valeur MRM - équation régression linéaire	0,67	0,67	0,67	0,67
Prime/décote	135%	158%	181%	204%
Valeur MRM - équation régression semi-loga	1,20	1,20	1,20	1,20
Prime/décote	31%	44%	57%	70%

3.3.4 Méthode d'évaluation retenue à titre indicatif: Transactions comparables

La méthode des multiples de transactions consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société une moyenne/médiane des multiples constatés lors de transactions les plus comparables.

Nous n'avons pas identifié d'opérations d'augmentation de capital réservées impliquant une SIIC. C'est pourquoi, nous avons retenu à titre indicatif les offres publiques portant sur des cibles disposant de la même nature d'actifs immobiliers que MRM.

Opération	Cible	Initiateur	Date	Prix de l'offre	Cours moyen 1M	Multiple cours	Prime/décote cours	ANR/ action	Multiple ANR	Prime/décote ANR	LTV
OPAS	KLEMURS	KLEPIERRE	janv-13	24,6	16,72	1,47x	47%	24,6	1,00x	0%	50%
OPE/OPA	Foncière	Patrimoine & Commerce	janv-13	12	8,58	1,40x	40%	12,2	0,98x	-2%	55%
OPR/RO	Foncière	MASSENA PROPERTY	juin-12	13,65	11,42	1,20x	20%	13,7	1,00x	0%	37%
OPAS	LES DOCKS LYONNAIS	BOCA	janv-12	50,53	31,08	1,63x	63%	49,4	1,02x	2%	88%
OPA	FPF	PHRV	oct-11	110	94,96	1,16x	16%	133,0	0,83x	-17%	33%
OPA	Eurosic	MONROE	juil-11	34,3	31,93	1,07x	7%	36,1	0,93x	-3%	50%
			Moyenne			1,32x	32,1%		0,96x	-3,6%	52%
			Mediane			1,30x	29,7%		0,99x	-0,9%	50%

Nous rappelons que cette méthode n'est retenue qu'à titre indicatif au motif que :

- il s'agit d'opérations de nature différente de celle envisagée par MRM. Il est d'usage en cas d'offre publique intéressant des SIIC de se référer à l'ANR,
- le ratio LTV (moyen et médian) est inférieur à celui de MRM.

L'approche par l'application des multiples observés sur les transactions comparables au cours de bourse moyen pondéré 1 mois et à l'ANR de l'année 2012 de MRM conduit à une valeur de l'action à :

	Base moyenne	Base médiane
Multiple cours de bourse	2,83	2,78
Multiple ANR	4,71	4,85

Le prix de l'augmentation de capital (entre 1,57€ et 2,04€) extériorise des décotes comprises entre 27% et 68%.

Taux de conversion des obligations	85%	90%	95%	100%
Prix d'émission Scor	1,57	1,73	1,88	2,04
Multiple cours de bourse - base moyenne	2,83	2,83	2,83	2,83
<i>Prime/décote</i>	<i>-44%</i>	<i>-39%</i>	<i>-33%</i>	<i>-28%</i>
Multiple cours de bourse - base médiane	2,78	2,78	2,78	2,78
<i>Prime/décote</i>	<i>-43%</i>	<i>-38%</i>	<i>-32%</i>	<i>-27%</i>
Multiple ANR - base moyenne	4,71	4,71	4,71	4,71
<i>Prime/décote</i>	<i>-67%</i>	<i>-63%</i>	<i>-60%</i>	<i>-57%</i>
Multiple ANR - base médiane	4,85	4,85	4,85	4,85
<i>Prime/décote</i>	<i>-68%</i>	<i>-64%</i>	<i>-61%</i>	<i>-58%</i>



3.4 Synthèse des éléments d'appréciation de l'augmentation de capital

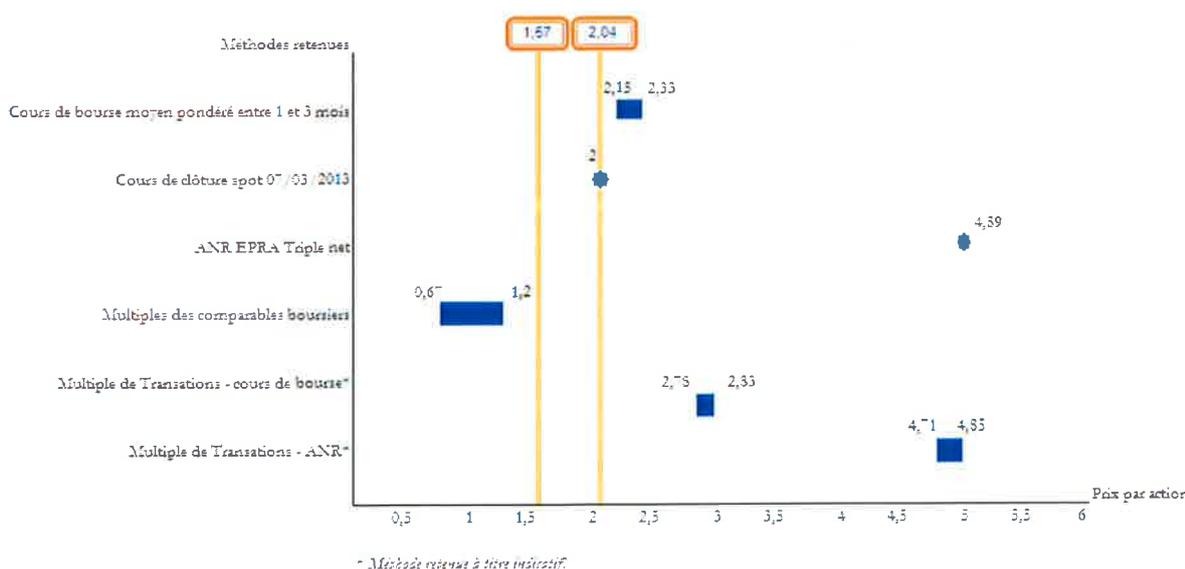
En résumé de nos travaux résultant de l'application des différentes méthodes d'évaluation que nous avons estimé pertinentes, le prix de l'augmentation de capital compris entre 1,57€ et 2,04€ présente les primes et les décotes suivantes :

	Fourchette basse de valorisation				Fourchette centrale de valorisation				Fourchette haute de valorisation			
	85%	90%	95%	100%	85%	90%	95%	100%	85%	90%	95%	100%
Taux de conversion des obligations												
Prix d'émission Scor (en €)	1,57	1,73	1,98	2,04	1,57	1,73	1,98	2,04	1,57	1,73	1,98	2,04
Méthodes utilisées à titre principal												
ANR action au 31.12.2012	-	-	-	-	-68%	-65%	-61%	-55%	-	-	-	-
Cours de bourse	-21%	-14%	-6%	2%	-27%	-20%	-12%	-5%	-34%	-27%	-21%	-14%
Multiple boursiers : corrélation LTV / décote ANR	135%	155%	181%	204%	-	-	-	-	31%	44%	57%	70%
Méthodes utilisées à titre indicatif												
Transactions comparables:												
Multiple de cours	-43%	-35%	-32%	-27%	-	-	-	-	-44%	-39%	-33%	-25%
Multiple d'ANR	-67%	-63%	-60%	-57%	-	-	-	-	-65%	-64%	-61%	-55%

N.B : Les taux de conversion des obligations à 90% et à 95% sont donnés à titre illustratif.

Selon les méthodes retenues à titre principal, on relève que le prix d'émission extériorise une prime et une décote comprises entre -68% et +204%.

En d'autres termes, les prix d'émission se situent dans une fourchette de valeurs :



4. ACCORDS CONNEXES A L'AUGMENTATION DE CAPITAL RESERVEE

Les modalités de cette opération d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires de MRM réservée à la société SCOR, ont été consignées dans un protocole d'accord signé en date 7 mars 2013 et dont les principaux termes et conditions ont été repris en § 1.2.2 de ce présent rapport.

Nous avons procédé à une revue critique des termes de ce protocole afin de relever tout élément pouvant procurer un avantage particulier de nature à remettre en cause l'équité du projet d'augmentation de capital réservée.

4.1 Restructuration des dettes bancaires

Nous avons relevé les éléments suivants :

- L'allongement de la maturité des emprunts des banques Saar LB et ING Real Estate aura pour conséquence une augmentation de la marge d'endettement de 30 points de base.
- L'extension de l'échéance d'une partie des dettes HSH Nordbank n'entraînera aucun surcoût. En revanche, la réduction de la dette de 10M€ sera consentie en contrepartie d'un intéressement sur le produit de vente réalisé au-delà de 1,34x la valeur de l'actif de référence au 31 décembre 2012. Cette clause prendra fin au plus tard le 31 décembre 2017.

L'augmentation du coût de l'endettement est marginale au motif que ce surcoût sera limité à une partie de l'encours (123M€) et sera supporté par les anciens et les nouveaux actionnaires. Quant à l'intéressement sur le produit de la vente dont pourrait bénéficier HSH, il est, d'une part limité dans le temps et, d'autre part, la probabilité qu'un actif prenne plus de 1/3 de sa valeur en trois ans est peu plausible eu égard aux prévisions moroses du marché immobilier.

Il est à noter que les banques créancières consentent à restructurer leurs créances vis-à-vis de MRM à la condition suspensive de la prise de participation majoritaire par SCOR dans le capital de MRM.

4.2 Réduction du capital social

Bien que les capitaux propres de MRM au 31 décembre 2010 furent inférieurs à la moitié du capital social, l'assemblée générale extraordinaire en sa séance du 7 octobre 2011 avait décidé de ne pas prononcer la dissolution anticipée de la société.

Conformément à l'article L. 225-248 du code de commerce, la société dispose d'un délai de deux ans suivant celui au cours duquel la constatation des pertes est intervenue pour reconstituer ses capitaux propres.

Au 31 décembre 2012, les capitaux propres sont inférieurs à la moitié du capital social. La présente proposition de réduction de capital est justifiée par ses pertes cumulées.

4.3 Conversion des obligations en actions

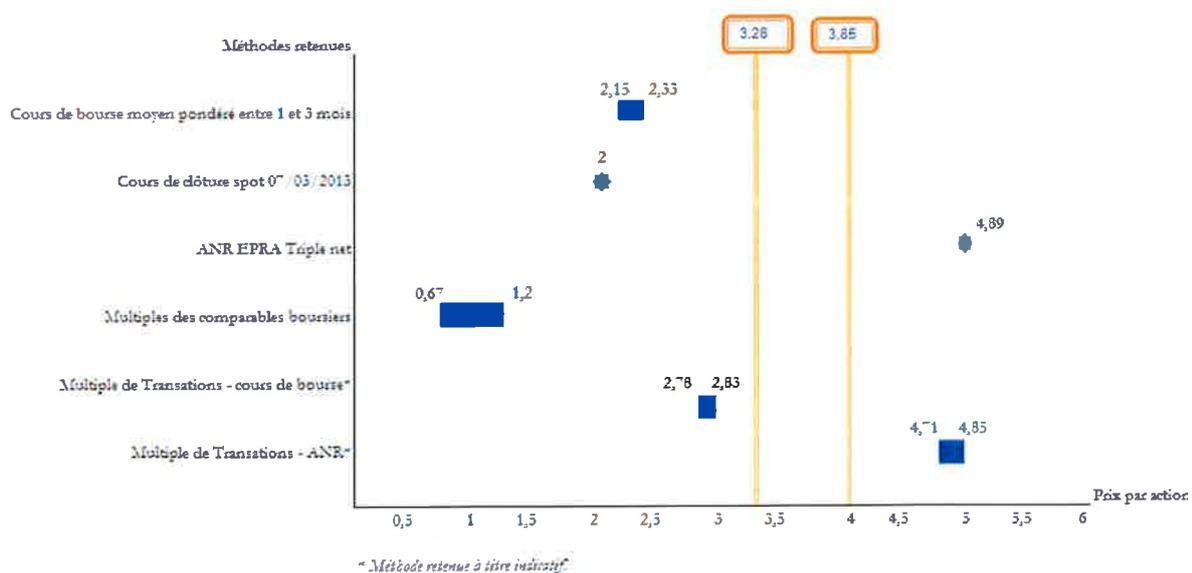
En cas de succès de l'offre de conversion, le nombre total d'actions de MRM d'une valeur nominale d'un euro chacune devant être émis aux porteurs d'obligations s'élèvera à 14 007 908.

Le prix d'émission pour les porteurs d'obligations, présenté en annexe 1 en fonction du taux de conversion, fait ressortir à partir des méthodes d'évaluation développées en § 3.3 les primes et décotes suivantes :

Prix d'émission porteurs d'obligations (en €)	Fourchette basse de valorisation				Fourchette centrale de valorisation				Fourchette haute de valorisation			
	3,28	3,47	3,66	3,85	3,28	3,47	3,66	3,85	3,28	3,47	3,66	3,85
Méthodes utilisées à titre principal												
ANR action au 31.12.2012	-	-	-	-	47%	-29%	-25%	-21%	-	-	-	-
Cours de bourse	64%	73%	83%	93%	52%	61%	70%	79%	38%	46%	54%	62%
Multiple boursiers (corrélation LTV / décote ANR)	389%	418%	447%	476%	-	-	-	-	173%	189%	205%	221%
Méthodes utilisées à titre indicatif												
Transactions comparables												
Multiple de cours	18%	25%	32%	39%	-	-	-	-	16%	23%	29%	36%
Multiple d'ANR	-30%	-26%	-22%	-18%	-	-	-	-	-32%	-28%	-24%	-21%

Selon les méthodes retenues à titre principal, on constate que le prix d'émission pour les porteurs d'obligations fait ressortir une prime et une décote comprises entre -33% et +475%.

Ainsi le prix d'émission proposé entre 3,28€ et 3,85€ se situe entre les valeurs suivantes :



La décote consentie par les porteurs d'obligations, compte tenu de la structure financière compromise de MRM, prend la forme d'une majoration du prix d'émission des actions par rapport au prix de souscription retenu pour SCOR.

De façon subsidiaire, les porteurs d'obligations ne souhaitant pas convertir leurs obligations se verront modifier les modalités initiales de l'emprunt par une extension de la maturité jusqu'en 2050 et l'abaissement du taux de rémunération de 5% à 0,05%.

Si les porteurs d'obligations, créanciers chirographaires, ne contribuent pas au redressement de la société en consentant un effort financier, ils subiront de ce fait une perte inéluctable de leur créance d'une part, et de leur capital d'autre part puisqu'ils sont actionnaires par ailleurs.

En effet, en cas de faillite et comme exposé en 3.3.2, la société ne serait pas en mesure de rembourser en totalité ses créanciers chirographaires ni ses actionnaires.

4.4 Attribution gratuite de bons de souscription aux actionnaires actuels

Il est convenu dans le protocole d'accord du 7 mars 2013 d'attribuer gratuitement des bons de souscription aux actionnaires actuels à raison d'un BSA pour une action détenue. Ces BSA sont exerçables de la date de réalisation de l'opération jusqu'au 31 décembre 2013 par le versement d'un prix d'émission identique à celui retenu pour l'augmentation de capital réservée à SCOR. Deux BSA donnent droit à la souscription d'une action nouvelle.

En considérant l'absence d'actions auto-détenues - l'ajustement s'effectuera le jour de l'AGE -, le nombre de BSA devant être attribués s'élèvera à 3 501 977. En cas d'exercice de la totalité de ces BSA, le nombre d'actions devant être émises s'élèvera à 1 750 988

Ces BSA ont les caractéristiques d'une option d'achat américaine - exerçable à tout moment jusqu'à la date de maturité -. Vu que MRM n'a pas la faculté de distribuer de dividendes, nous avons retenu le modèle Black & Scholes pour déterminer la valeur du BSA.

Formule Black & Scholes

$$W = S \cdot N(d1) - K \cdot \exp(-rt) \cdot N(d2)$$
$$d1 = \frac{(\ln(S/K) + (R + \frac{\sigma^2}{2}) \cdot t)}{\sigma \sqrt{t}}$$
$$d2 = d1 - \sigma \sqrt{t}$$

Où :

S: Cours du sous-jacent

@: Volatilité

r: Taux d'intérêt sans risque

K: Prix d'exercice de l'option

t: Durée restante avant la date d'exercice



Pour l'application de ce modèle de valorisation de l'option, nous avons retenu les paramètres suivants :

- Cours futur du sous-jacent à la date d'attribution des BSA : nous avons évalué ce cours selon deux approches basées sur un taux minimum et maximum de conversion des obligations :

- A partir des augmentations de capital à réaliser et de la capitalisation actuelle basée sur un cours moyen pondéré 1 mois :

Taux de conversion des obligations	85%	100%
Capitalisation boursière au 07/03/13*	7 529	7 529
Montant de la 1ère augmentation de capital **	87 092	107 292
Capitalisation boursière théorique après aug. capital	94 621	114 821
Nombre d'actions après 1ère aug. capital**	43 665 549	43 665 549
Cours de bourse théorique après aug. capital	2,17	2,63

* Base cours moyen pondéré au 07/03/13

** cf annexe 2

- A partir d'une décote d'ANR issue de la moyenne des décotes calculées à partir des équations de régression linéaire et semi-logarithmique développées en §3.3.3 de ce présent rapport :

Taux de conversion des obligations	85%	100%
ANR Post 1ère augm. de capital/ action* (€)	2,78	3,08
LTV post 1ère aug. capital*	57%	50%
Décote base régression linéaire	(44)%	(35)%
Décote base régression semi-logarithmique	(45)%	(36)%
Décote moyenne	(44)%	(36)%
Cours de bourse théorique base décote ANR (€)	1,55	1,98

* cf annexe 3

- Volatilité : volatilité du cours hebdomadaire de l'action MRM sur une période de 8 mois équivalente à la durée de vie des BSA qui court de la date d'AGE (prévue courant mai 2013) jusqu'au 31 décembre 2013.

- Taux sans risque : Bons du Trésor 1 an.

- Prix d'exercice : nous retenons le prix d'émission correspondant au taux minimum et maximum de conversion des obligations, soit respectivement un prix d'émission de 1,57€ et 2,04€.

Le facteur de dilution est de 4%, calculé comme suit :

	Nombre d'actions
Nombre d'actions existantes après 1ère augm. de capital	43 665 549
Nombre d'actions à créer suite exercice BSA :	1 750 989
Facteur de dilution	4%

Cf annexe 2 pour le nombre d'actions

Nous reprenons dans le tableau ci-après le résultat de nos calculs :

Taux de conversion des obligations	85%		100%	
Cours du sous-jacent	2,17	1,55	2,63	1,98
Volatilité	70%	70%	70%	70%
Prix d'exercice	1,57	1,57	2,04	2,04
Taux d'intérêt sans risque	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%
Durée restante avant la date d'exercice	0,64	0,64	0,64	0,64
d1	0,86	0,25	0,73	0,23
d2	0,29	-0,31	0,17	-0,33
Valeur de l'option (A)	0,78	0,33	0,86	0,42
Facteur de dilution (B)	1,04	1,04	1,04	1,04
Valeur de l'option (lot 2 BSA) (A)/(B)	0,75	0,32	0,83	0,40
Valeur d'un BSA	0,37	0,16	0,41	0,20

La valeur de l'option est comprise entre 0,32€ et 0,83€ soit une valeur pour un bon de souscription située entre 0,16€ et 0,41€

La valeur du BSA variera en fonction du cours de bourse de MRM sur la période d'exercice entre la date d'AGE et le 31 décembre 2013.

En outre, le cours de bourse futur pourrait intégrer l'effet positif de la restructuration de MRM et de l'assainissement de sa situation financière.

Par ailleurs, cette attribution a un effet relatif pour les actionnaires actuels puisque le pourcentage de leur détention passera de 8,02% à 11,57% en cas d'exercice de la totalité des BSA.

5. SYNTHÈSE

Le tableau présenté ci-après reprend l'incidence de la réalisation des opérations sur le capital, hors exercice des BSA :

Taux de conversion des obligations	85%	90%	95%	100%	
Prix d'émission Scor	1,57	1,73	1,88	2,04	€
Prix d'émission porteurs d'obligations	3,25	3,47	3,66	3,85	€
% détention capital Scor	59,90%	59,90%	59,90%	59,90%	
% détention porteurs d'obligations	32,08%	32,08%	32,08%	32,08%	
% détention Actionnaires existants	8,02%	8,02%	8,02%	8,02%	
% droit de vote capital Scor	56,42%	56,42%	56,42%	56,42%	
% droit de vote porteurs d'obligations	30,22%	30,22%	30,22%	30,22%	
% droit de vote Actionnaires existants	13,36%	13,36%	13,36%	13,36%	
ANR post opération / action	2,78	2,88	2,98	3,08	€
LTV post opération	57%	55%	52%	50%	
Cours de bourse théorique par capitalisation boursière*	2,17	2,32	2,48	2,63	€
<i>Effet diluif (-) / relatif (+)</i>					
ANR pré opération / post opération	-2,12	-2,02	-1,92	-1,83	€
Cours moyen au 07.03.13** / cours théorique	0,02	0,17	0,33	0,48	€

* Base cours moyen pondéré 1 mois au 07 / 03 / 2013

Nombre d'actions : on considère que les actions auto-détenues n'existent pas, l'ajustement se fera à la réalisation de l'opération

Le tableau suivant montre l'incidence de l'ensemble des opérations sur le capital envisagée :

Taux de conversion des obligations	85%	90%	95%	100%	
Prix d'émission Scor	1,57	1,73	1,88	2,04	€
Prix d'émission porteurs d'obligations	3,28	3,47	3,66	3,85	€
Prix d'émission Actionnaires existants	1,57	1,73	1,88	2,04	€
% détention capital Scor	57,59%	57,59%	57,59%	57,59%	
% détention porteurs d'obligations	30,84%	30,84%	30,84%	30,84%	
% détention Actionnaires existants	11,57%	11,57%	11,57%	11,57%	
% droit de vote capital Scor	54,37%	54,37%	54,37%	54,37%	
% droit de vote porteurs d'obligations	29,12%	29,12%	29,12%	29,12%	
% droit de vote Actionnaires existants	16,51%	16,51%	16,51%	16,51%	
ANR post opération/ action	2,73	2,84	2,94	3,04	€
LTV post opération	56%	54%	51%	48%	
Cours de bourse théorique par capitalisation boursière*	2,14	2,30	2,45	2,61	€
Effet diluif (-)/reluif (+)					
ANR pré opération/ post opération	-2,17	-2,06	-1,97	-1,87	€
Cours moyen au 07.03.13 ^{sc} / cours théorique	-0,01	0,15	0,30	0,46	€

* Base cours moyen pondéré 1 mois au 07/03/13

Nombre d'actions : on considère que les actions auto-détenues n'existent pas, l'ajustement se fera à la réalisation de l'opération

En substance, bien que ces opérations sur le capital entraînent une dilution pour les actionnaires actuels, elles permettent néanmoins de réduire considérablement le ratio de LTV et d'améliorer la valorisation boursière de l'action MRM.

Au regard de la trésorerie prévisionnelle - essentiellement générée par la cession de quatre actifs évalués à 28,5M€ et le report de paiement des honoraires de gestion du 1^{er} semestre 2013 - et de l'absence de cash-flows opérationnels, MRM est dans l'incapacité d'honorer ses dettes bancaires arrivant à échéance en 2013 pour un montant total de 60,1M€.

Tous les emprunts contractés par MRM sont des prêts hypothécaires. En cas de défaut de paiement, elle n'aurait pas les moyens de rembourser l'emprunt obligataire ni à son échéance convenue ni à une échéance ultérieure.

L'entrée de SCOR permettra de rétablir une situation financière et opérationnelle qui, préoccupante depuis l'origine, est devenue alarmante aujourd'hui.

L'apport en numéraire de SCOR permettra à MRM de faire face au besoin de liquidité imminent.

La prise de contrôle par SCOR permettra à celle-ci d'accompagner MRM dans sa stratégie de recentrage sur son portefeuille d'actifs performants. Ainsi, l'ensemble de l'actionnariat pourra bénéficier des éventuelles performances futures.

Par ailleurs, l'accord d'échelonnement des dettes bancaires ainsi que la réduction de la dette HSH sont conditionnés à l'entrée de SCOR dans le capital.

Le prix d'émission de SCOR compris entre 1,57€ et 2,04€ fait ressortir une décote par rapport à l'ANR, voire avec le cours de bourse. Non seulement cette décote est cohérente compte tenu des décotes observées sur des SIIC très endettées, mais elle reflète de surcroît l'effort auquel doivent consentir les actionnaires existants et les porteurs d'obligations - par une majoration du prix d'émission - eu égard au risque inhérent à une structure en situation financière critique.

6. CONCLUSION

Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'opération d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires de MRM, réservée à la société SCOR.

Le caractère équitable de l'opération est à mesurer non seulement dans sa composante pécuniaire mais également dans son impact sur le devenir de la société MRM qui, à défaut d'apport en capital et de restructuration de sa dette, verrait la continuité de son exploitation à court terme compromise.

Le prix d'émission est conforté par une approche multicritères, en particulier par la méthode de multiples boursiers tenant compte de la structure financière des comparables. L'entrée de SCOR doit permettre d'apporter la stabilité et l'implication nécessaires pour la mise en place de sa stratégie de création de valeur centrée sur des actifs à fort potentiel, qui jusqu'à présent était rendue délicate du fait de la dispersion de l'actionnariat.

Nous observons que le prix d'émission offert, soit un prix compris entre 1,57€ et 2,04€ par action, dans le cadre de la présente opération, indépendamment de son aspect qualitatif, présente des décotes et primes comprises :

- entre -34% et +2% par rapport au cours spot et au cours moyen pondéré de l'action MRM sur, respectivement, 1 mois, 2 mois et 3 mois,
- entre -68% et -58% par rapport à l'ANR EPRA Triple net,
- entre +31% et +204% par rapport aux valeurs issues de la méthode de multiples boursiers compte tenu de la corrélation entre la décote de l'ANR et le niveau d'endettement,
- entre -68% et -27% par rapport aux multiples extériorisés des transactions comparables, méthode retenue à titre indicatif.

Le prix négocié se situe ainsi à l'intérieur de la fourchette des valeurs issues de méthodes de valorisation selon une approche multicritères.

Par ailleurs, la revue critique des accords et opérations connexes développée dans le présent rapport, en particulier les opérations de conversion des obligations et d'attribution gratuite de bons de souscription d'actions MRM, ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du projet d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires de MRM, réservée à la société SCOR.

Sur ces bases, nous estimons que le prix d'émission compris entre 1,57€ et 2,04€ par action MRM, proposé pour la présente augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, réservée à la société SCOR, est équitable.

Fait à Paris, le 20 mars 2013

L'expert indépendant

Cabinet Didier Kling & Associés



Didier Kling

Annexe 1 : Formule de calcul du prix d'émission

Nous reprenons ci-après la formule de détermination du prix d'émission des actions nouvelles telle qu'elle est décrite dans le protocole d'accord :

- Le prix de souscription par action nouvelle SCOR sera calculé comme suit :

Quote-Part des Actionnaires Existants dans la VRFP x Valeur de Référence des Fonds Propres / Nombre Total d'Actions de la Société

VRFP (Valeur de référence des fonds propres) déterminée comme suit :

en K€	Montant
ANR 31.12.12	16 866
Conversion EO 100%	54 000
Décote de valorisation	- 45 500
Réduction dettes HSH	10 000
Valeur des actions auto-détenues au 31.12.12	310
Valeur de Référence des Fonds Propres	35 676

Quote-part des actionnaires existants dans la VRFP : la part de la VRFP allouée aux actionnaires existants de la société dans le cadre de l'opération, soit 20%.

- La parité de conversion des obligations, soit le nombre d'actions nouvelles à émettre par la société pour chaque obligation convertie, sera calculée comme suit :

Nombre Total d'Actions de la Société / Nombre Total d'Obligations Converties
x
Quote-Part des Obligataires dans la VRFP / Quote-Part des Actionnaires Existants dans la VRFP

Quote-part des obligataires dans la VRFP : la part de la VRFP allouée aux porteurs d'obligations, soit 80%.

Exemples de mise en œuvre des formules financières (à titre illustratif)

Hypothèse où 100% des obligations sont converties en actions nouvelles de la société dans le cadre de l'offre de conversion :

$$\text{VRFP} = 16.866.000 + 54.000.000 + 10.000.000 + 310.000 - 45.500.000 = 35.676.000 \text{ euros}$$

$$\text{Montant de l'augmentation de capital SCOR} = 35.676.000 \times 59,9\% / 40,1\% = 53.291.581,05 \text{ euros}$$

$$\text{Prix de souscription SCOR} = 20\% \times 35.676.000 / 3.501.977 = 2,037478 \text{ euros}$$

$$\text{Parité de conversion des Obligations} = (3.501.977 / 54.000.000) \times (80\% / 20\%) = 0,259406 \text{ action}$$

Le tableau ci-après reprend les prix d'émission en fonction des taux de conversion minimum et maximum. Nous avons ajouté des taux à 90% et à 95% à titre d'illustration :

Taux de conversion des obligations	85%	90%	95%	100%	
VRFP hors conversion emprunt obligataire	- 18 324	- 18 324	- 18 324	- 18 324	
Conversion emprunt obligataire	45 900	48 600	51 300	54 000	
VRFP	27 576	30 276	32 976	35 676	K€
% partage valeur:					
Actionnaires existants (AE)	20%	20%	20%	20%	
Porteurs d'Obligations (PO)	80%	80%	80%	80%	
Part des AE /VRFP	5 515	6 055	6 595	7 135	K€
Prix d'émission Scor	1,57	1,73	1,88	2,04	€
Prix d'émission AE	1,57	1,73	1,88	2,04	€
Part des PO /VRFP	22 061	24 221	26 381	28 541	K€
VN des obligations converties	45 900	48 600	51 300	54 000	K€
Prix d'émission PO	3,28	3,47	3,66	3,85	€

Annexe 2 : Montant des augmentations de capital et du nombre d'actions

En application de la formule de détermination du prix d'émission (cf annexe1), nous présentons dans le tableau synthétique ci-après l'effet des quatre hypothèses de taux de conversion des obligations :

Taux de conversion des obligations	85%	90%	95%	100%
Prix d'émission Scor (en €)	1,57	1,73	1,88	2,04
Montant augm. Capital (en K€)	41 192	43 225	49 238	53 292
Nombre d'actions à créer	26 153 664	26 153 664	26 153 664	26 153 664
Prix d'émission porteurs d'obligations (en €)	3,28	3,47	3,66	3,85
Montant augm. Capital (en K€)	45 900	48 600	51 300	54 000
Nombre d'actions à créer	14 007 908	14 007 908	14 007 908	14 007 908
Total 1ère augmentation de capital (en K€)	87 092	93 825	100 538	107 292
Total nombre d'actions à créer post 1ère aug.capital	40 163 572	40 163 572	40 163 572	40 163 572
Prix d'émission détenteurs de BSA (en €)	1,57	1,73	1,88	2,04
Montant augm. Capital (en K€)	2 758	3 028	3 298	3 568
Nombre d'actions à créer (2BSA=1 action nouvelle)	1 750 989	1 750 989	1 750 989	1 750 989
Total augm. de capital après exercice BSA(en K€)	89 850	96 853	103 836	110 859
Total nombre d'actions créées post exercice BSA	41 914 560	41 914 560	41 914 560	41 914 560

A l'issue de ces émissions, le capital social sera composé du nombre d'actions suivant, d'une valeur nominale d'un euro :

	Nombre d'actions
Actions existantes	3 501 977
Nombre d'actions à créer au profit de :	
Scor	26 153 664
Porteurs d'obligations	14 007 908
Total actions après 1ère augm. de capital	43 663 549
Exercice de la totalité des BSA	
2 BSA pour une action nouvelle	1 750 989
Total actions après exercice des BSA	45 416 537

Annexe 3 : ANR et ratio LTV post augmentation de capital

A la suite de ces différentes opérations de restructuration, l'ANR de MRM se présente comme suit en fonction des quatre hypothèses de taux de conversion des obligations :

Taux de conversion des obligations	85%	90%	95%	100%
ANR au 31/12/2012	16 866	16 866	16 866	16 866
Auto-détention	310	310	310	310
Réduction dette HSH	10 000	10 000	10 000	10 000
Montant de la 1ère augmentation de capital *	87 092	93 825	100 558	107 292
Composante fonds propres du solde de l'EO**	7 129	4 753	2 376	0
ANR Post 1ère augm. de capital (en K€)	121 397	125 754	130 111	134 468
Nombre d'actions après 1ère aug. capital*	43 665 549	43 665 549	43 665 549	43 665 549
ANR Post 1ère augm. de capital/ action (€)	2,78	2,88	2,98	3,08
Exercice des BSA (base 100% en K€)*	2 758	3 028	3 298	3 568
ANR Post exercice BSA (en K€)	124 155	128 782	133 408	138 035
Nombre d'actions après exercice des BSA*	45 416 537	45 416 537	45 416 537	45 416 537
ANR Post exercice des BSA/ action (€)	2,73	2,84	2,94	3,04

* cf annexe 2

** cf détail ci-après

Détermination de la composante fonds propres du solde de l'emprunt obligataire

Le taux de marché retenu s'élève à 5,98% et se décompose comme suit :

- Taux sans risque à long terme 3,18%: OAT 30 ans au 7 mars 2013.
- Spread de MRM à 280 points de base : marge appliquée à la suite de la restructuration des dettes hypothécaires majorée de 100 points de base pour tenir compte de la nature de l'emprunt obligataire en tant que dette ordinaire.

En K€	85%	90%	95%
Valeur nominale de la dette	8 100	5 400	2 700
Composante dette	971	647	324
Composante fonds propres (FP)	7 129	4 753	2 376
Nombre d'actions après 1ère augm. Capital	43 665 549	43 665 549	43 665 549
Composante FP/action (en €)	0,16	0,11	0,05

Ces opérations de restructurations ont un effet positif sur le ratio LTV comme démontré ci-après :

Taux de conversion des obligations	85%	90%	95%	100%
Endettement net de trésorerie au 31.12.2012	251 153	251 153	251 153	251 153
Conversion emprunt obligataire	-45 900	-48 600	-51 300	-54 000
Réduction dette HSH	-10 000	-10 000	-10 000	-10 000
Augmentation de capital Scor	-41 192	-45 225	-49 258	-53 292
Dettes nette de trésorerie post lère augm. Capital (K€)	154 061	147 328	140 595	133 861
Valeur du patrimoine hors droits 31.12.2012 (K€)	269 000	269 000	269 000	269 000
LTV post lère aug. capital	57%	55%	52%	50%
Exercice des BSA (base 100%)	-2 758	-3 028	-3 298	-3 568
Dettes nette de trésorerie post exercice BSA (K€)	151 303	144 300	137 297	130 294
LTV post exercice BSA	56%	54%	51%	48%