

Strictement confidentiel



Paris, le 19 février 2010

Foncière des Régions
30 Avenue Kleber - 75016 Paris

A l'attention de Monsieur C. Kullmann

Monsieur,

Par mandat en date du 18 février 2010, vous avez demandé à Rothschild & Cie d'établir une attestation (« l'Attestation »), d'un point de vue financier, à l'effet d'apprécier la valorisation unitaire des actions Beni Stabili (« BST »).

Vous trouverez ci-après notre Attestation.

Nos travaux ont consisté à retenir et appliquer de manière indépendante nos propres méthodes d'évaluation à BST afin d'apprécier la valorisation retenue par Foncière des Régions (« FDR ») ou la « Société ».

1. Contexte

FDR, qui détient à ce jour environ 68% du capital social de BST, étudie l'opportunité de présenter à son assemblée générale la distribution d'un dividende constitué en partie en espèces et en partie en actions BST.

La valorisation retenue par FDR pour les actions BST est de 60 centimes d'euro (0.60 €) par action.

2. Sources utilisées et étendue de la mission

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé exclusivement des informations publiques sur BST.

En particulier, nous avons procédé à une revue :

- des notes d'analystes financiers relatives à BST
- du rapport annuel 2008 de BST
- du document de présentation des résultats annuels 2009 de BST rendu public par BST le 16 février 2010

Notre mission n'a pas eu pour objet de valider ces éléments publics, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. En émettant la présente Attestation, nous avons considéré et supposé, sans vérification indépendante, que les informations disponibles publiquement étaient exactes et



complètes.



Nous n'avons pas eu accès aux membres du management de BST, ni au plan d'affaires interne de BST ni à des éléments relatifs à la stratégie de BST qui ne soient publics ni d'une manière générale à aucun document ou information relatifs à BST en provenance de FDR ou de BST.

Pour les besoins de notre analyse, nous avons utilisé celles des méthodes usuelles que nous avons considérées nécessaires et appropriées.

Notre analyse est fondée sur les conditions économiques, financières et de marché actuelles ainsi que sur les informations publiques disponibles à la date d'aujourd'hui. Il doit donc être entendu que tout développement futur pourrait affecter cette analyse et que nous n'avons aucune obligation de la mettre à jour, de la réviser ou d'en réaffirmer les termes.

Par ailleurs nous n'exprimons pas de prévision sur l'évolution du cours BST postérieurement à la date de la présente Attestation.

Enfin, la mission de Rothschild & Cie n'a pas consisté à émettre un avis sur la régularité, les modalités juridiques ou l'opportunité de la distribution de dividendes envisagée ou sur son impact sur les actionnaires de FDR.

3. Evaluation de l'action BST

La valeur de l'action BST a été appréhendée à travers une approche « multicritères » selon les méthodologies usuelles eu égard à l'activité de la société :

1. Cours de bourse pondérés par les volumes établis au cours des 1, 2, 3 et 6 mois précédent le 16/02/2010 (inclus) ;
2. Objectifs de cours des analystes financiers ;
3. Actif Net Réévalué par action (sur une base diluée) au 31/12/2009 et publié le 16/02/2010 ;
4. Multiples boursiers de sociétés comparables, en particulier :
 - (i) le rapport entre le cours de bourse et l'actif net réévalué (« premium / (discount) over NNNAV),
 - (ii) le rapport entre le dividende et le cours de bourse (« Dividend Yield ») et
 - (iii) le rapport entre la capitalisation boursière et le cash flow récurrent après taxes (« P/Cash Flow ») ;
5. Décotes sur Actif Net Réévalué par action observées sur des transactions récentes auprès d'acteurs immobiliers cotés (« Prime / (décote) sur ANR ») ;
6. Multiple de prime / (décote) sur ANR ajusté suivant la corrélation observée entre le rendement de l'ANR d'une part (rapport entre le FFO (Fund From Operation) et l'actif net réévalué) et la prime / (décote) sur ANR d'autre part ;

7. Actualisation des flux de trésorerie futurs sur la base de données prévisionnelles en raison de l'absence d'accès à des informations détaillées sur le business plan ;

8. Calcul d'un Actif Net Réévalué ajusté au 30/06/2009 compte tenu d'une variation anticipée des taux de capitalisation des expertises en raison de l'absence d'accès aux expertises ;

9. Opérations récentes de rachat d'actions sur le titre Beni Stabili faute d'opération récente.

3.1/ Moyenne des cours de bourse

La moyenne pondérée des cours de bourse depuis 6 mois s'établit entre 0,60 €/action et 0,61 €/action. Nous remarquons par ailleurs qu'en dépit du faible volume échangé quotidiennement (i.e. environ 1 M€ par jour), le pourcentage de flottant échangé quotidiennement est en ligne avec celui de notre échantillon de comparables (échantillon détaillé au point 3.4).

3.2/ Objectif de cours des analystes

La moyenne des objectifs de cours des analystes s'établit à 0,66 €/action au 16/02/2010 et regroupe 9 analystes (source : Factset au 16/02/2010).

3.3/ Actif net réévalué au 31 décembre 2009

L'actif net réévalué au 31 décembre 2009 publié par Beni Stabili le 16/02/2010 et dilué des obligations convertibles et des options ressort à 1,033 €/action.

3.4/ Multiples boursiers

Cette méthode consiste à appliquer les multiples boursiers d'un échantillon de sociétés comparables aux agrégats pertinents de Beni Stabili.

L'échantillon suivant a été retenu pour cette approche : Unibail-Rodamco, Klépierre, Gecina, Foncière des Régions, Gecina, PSP Swiss Property, Silic, Wereldhave Cofinimmo, Société de la Tour Eiffel (« STE »).

Les multiples privilégiés pour cette approche ont été calculés sur la base des estimations d'analystes financiers pour les années 2009E et 2010E des agrégats suivants :

- Cash flow courant après impôt : moyenne d'une sélection de 2 à 3 notes d'analyste pertinentes pour chaque société. Le multiple de cash flow n'a pas été calculé pour Société de la Tour Eiffel étant donné le faible suivi de cette société par les analystes
- Actifs Nets Réévalués : consensus obtenu par Factset
- Dividendes : consensus obtenu par Factset

Les données réelles au 31/12/2009 ont été utilisées pour les sociétés suivantes : Unibail-Rodamco, Klépierre, Cofinimmo et Silic.

La valorisation par les multiples boursiers réalisée sur la base de notre échantillon s'établit entre :

- 0,87 €/action et 0,96 €/action sur la base des multiples d'ANR
- 0,21 €/action et 0,24 €/action sur la base des multiples de dividende
- 0,40 €/action et 0,44€/action sur la base des multiples de cash flow

Il est important de noter que notre échantillon est constitué de sociétés bénéficiant d'un régime fiscal avantageux pour ces sociétés (régime SIIC ou équivalent) à l'exception de PSP Swiss Property.



Beni Stabili ne bénéficie pas à ce jour du régime SIIQ et est donc assujettie à l'impôt sur les sociétés au taux de 35,4%.

3.5/ Multiples de transaction

Cette méthode consiste à appliquer à l'Actif Net Réévalué dilué au 30/06/2009 de Beni Stabili les décotes observées sur les transactions comparables récentes. Nous n'avons retenu que les transactions réalisées en cash (les récentes opérations d'apport ou d'augmentation de capital ont été écartées).

Deux transactions ont été retenues :

- Acquisition par Icade le 23 décembre 2009 de 35% de Compagnie La Lucette auprès de MSREF à un prix représentant une décote de 29% par rapport à l'Actif Net Réévalué au 30/06/2009.
- Cession par Affine et MSREF de 9,1% d'Altea le 26 novembre 2009 sur la base d'une décote de 3,6% par rapport à l'Actif Net Réévalué d'Altea au 30/06/2009.

Sur la base des décotes observées sur les transactions comparables, la valeur de l'action Beni Stabili ressort entre 0,75 €/action et 1,02 €/action.

3.6/ Multiple ajusté de prime / (décote) sur Actif Net Réévalué

La décote sur l'Actif Net Réévalué au 31/12/2010E de Beni Stabili a été calculée sur la base d'une régression linéaire mettant en évidence la corrélation entre le rendement de l'ANR (calculé comme le rapport entre le FFO 2010E et l'ANR 2010E) et les primes / (décotes) sur ANR 2010E.

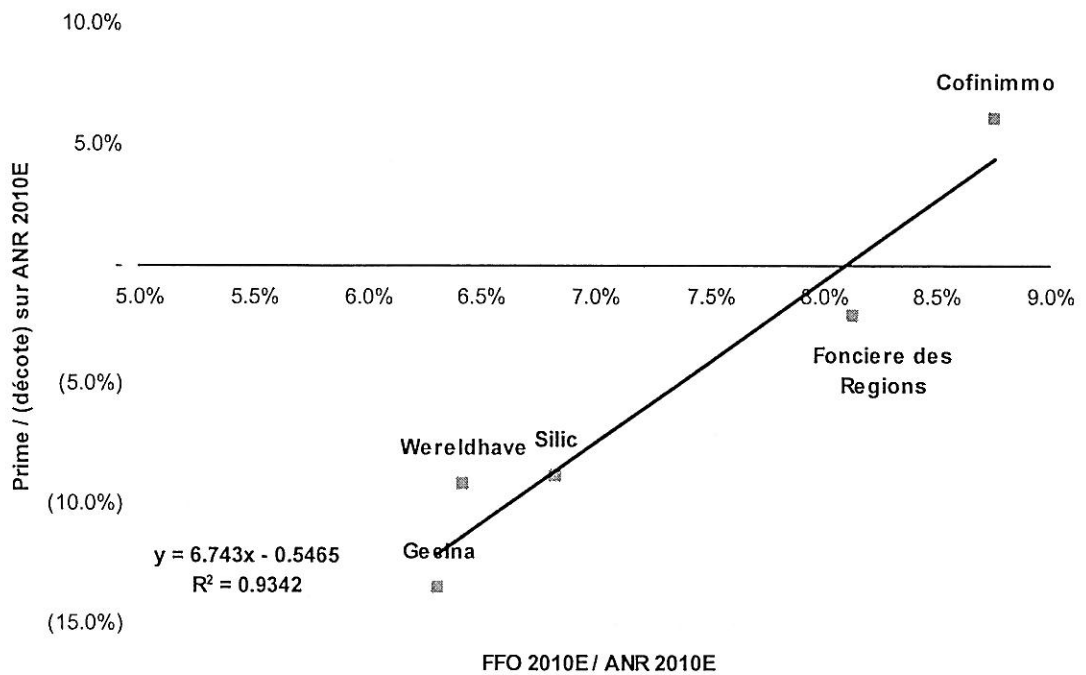
La régression linéaire a été réalisée à l'aide de l'échantillon de comparables présenté au point 3.4 ajusté des sociétés suivantes :

- Unibail-Rodamco et Klépierre ont été retirées étant donné la part prédominante des actifs « retail » dans leur patrimoine
- Société de la Tour Eiffel a été retirée par manque d'information de la part des analystes

Le graphique page suivante met en évidence la forte corrélation validée par un coefficient de corrélation largement supérieur à 0,7 (i.e. $R^2= 0,93$).

M

Graphique 1. Corrélation entre FFO/ ANR et prime / (décote) sur ANR 2010E



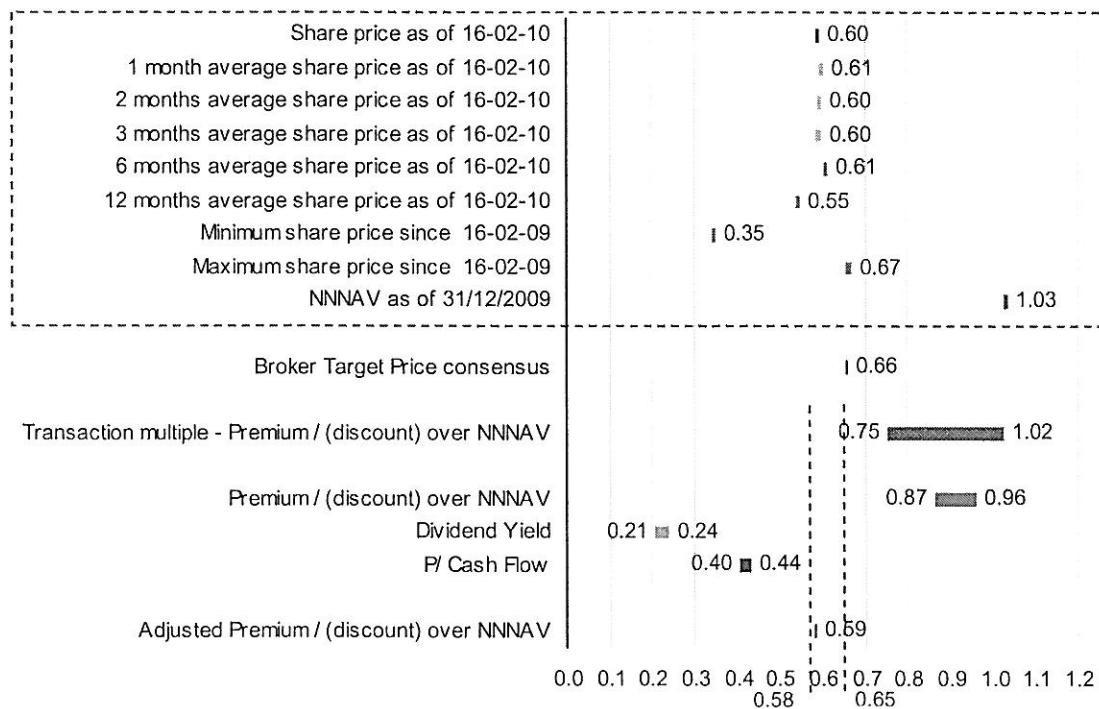
Source Exane BNPP au 15/02/2010, Factset au 16/02/2010

Compte tenu du rendement estimé à 2,0% au 31/12/2010 de BST (FFO / ANR), la droite de régression permet d'estimer la décote sur ANR au 31/12/2010 à 41,2%.

La valeur de l'action Beni Stabili ressort ainsi à 0,59 €/action.

M

Graphique 2.Synthèse (€/action)



La valeur de l'action Beni Stabili dans les circonstances actuelles se situe dans une fourchette de 0,58 €/action et 0,65 €/action.

4. Valorisation de Beni Stabili dans l'hypothèse où la société bénéficierait du régime SIIQ

Dans l'hypothèse où FDR procéderait à la distribution d'un dividende composé en partie par 6 actions BST, le nombre de droits de vote exerçables en assemblée générale de BST par FDR diminuerait et rapprocherait ainsi FDR du seuil critique de détention de 51 % de BST, seuil qui constitue une condition nécessaire (mais non suffisante) à l'obtention du régime SIIQ. En effet, les deux conditions actionnariales permettant d'être éligible au statut SIIQ sont :

- Aucun actionnaire ne doit détenir directement ou indirectement plus de 51% des droits de vote exerçables en assemblée générale et plus de 51% des droits économiques. Cette condition doit être respectée à chaque instant à partir de l'option pour le régime.
- Le jour de l'option pour le régime SIIQ, au moins 35% des actions doivent être détenues par des investisseurs ne détenant pas chacun directement ou indirectement plus de 2% des droits de vote ou plus de 2% des droits économiques.

Nous avons ainsi étudié l'impact potentiel que pourrait avoir le régime SIIQ sur la valorisation de l'action BST.



Le bénéfice du régime de faveur SIIQ aurait principalement deux impacts pour Beni Stabili :

- Beni Stabili ne paierait plus d'impôt sur son résultat courant : le cash flow courant de Beni Stabili en 2009 avant impôt s'établit à 87,7 M€ contre 51 M€ après impôts soit une charge fiscale de 36,7 M€ (0.0207 €/action)
- Beni Stabili devrait s'acquitter d'une « exit tax » correspondant à 20% des plus-values latentes et payable en 5 annuités. Les impôts latents pris en compte dans le calcul de l'ANR de Beni Stabili au 31/12/2009 étant de 153,5 M€ (correspond à un impôt de 35,4%), la valeur actuelle nette de l' « exit tax » a été estimée à 76 M€ représentant ainsi un gain fiscal de 77 M€ soit 0.037 €/action.

Dans l'hypothèse où Beni Stabili bénéficierait à 100% de l'économie fiscale décrite ci-dessus, ces différents agrégats seraient donc ajustés de la façon suivante:

- augmentation de l'ANR suite au gain de fiscalité latente ;
- augmentation du cash flow courant suite à l'économie d'IS et ;
- augmentation du dividende (toute l'économie fiscale est supposée être distribuée aux actionnaires soit 0.0207 €/action)

Sur la base de ces ajustements, la valeur de l'action Beni Stabili ressortirait entre :

- 0.78 €/action et 1.06 €/action sur la base des multiples de transaction
- 0.90 €/action et 0.99 €/action sur la base des multiples boursiers d'ANR
- 0.53 €/action et 0.57 €/action sur la base des multiples boursiers de dividendes
- 0.70 €/action et 0.74 €/action sur la base des multiples boursiers de cash flow
- 0.75 €/action sur la base du multiple ajusté d'ANR

Ainsi, en cas d'éligibilité et sur la base de ces hypothèses, l'option par BST pour le régime SIIQ pourrait avoir un impact positif sur sa valorisation de l'ordre de +25%.

5. Conclusion

Sur la base des éléments qui précèdent et dans les circonstances actuelles, la valorisation de 60 centimes d'euro par action Beni Stabili se situe à l'intérieur de la fourchette de valorisation résultant de l'analyse multi-critères.

L'Attestation est fournie au seul bénéfice de la Société, de son Directoire et de son Conseil de Surveillance dans le cadre de la distribution envisagée et ne peut être utilisée à une autre fin. Elle ne saurait créer de droit au bénéfice de quiconque, notamment du fait de sa publication. Elle pourra être communiquée aux actionnaires de la Société ou publiée dans le cadre de la distribution envisagée sous réserve que Rothschild ait été préalablement informé de cette communication ou publication et ait donné son accord (qui ne pourra être refusé de manière déraisonnable) sur son contenu étant toutefois entendu que Rothschild a d'ores et déjà donné son accord sur la publication et la communication de la conclusion de l'Attestation.

Veuillez agréer, Monsieur, l'expression de nos salutations distinguées.



Nicolas Durand
Associé Gérant
Rothschild & Cie