

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPOSE

**AL'OFFRE PUBLIQUE MIXTE SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE
FONCIERE LYONNAISE**

INITIEE PAR LA SOCIETE



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») le 8 juillet 2021 conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

Les actions Inmobiliaria Colonial qui seront remises en échange sont des titres étrangers admis sur des marchés réglementés espagnols uniquement inscrits en compte sur Iberclear. Aucune demande d'admission sur un marché réglementé français ne sera faite. **Les actionnaires souhaitant apporter leurs titres à l'Offre doivent par conséquent s'assurer que l'intermédiaire financier auprès duquel leurs actions Société Foncière Lyonnaise sont inscrites, sont en mesure de conserver des titres étrangers.**

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Société Foncière Lyonnaise (www.fonciere-lyonnaise.com) et mis à disposition du public sans frais au siège social de Société Foncière Lyonnaise, 42 rue Washington, 75008 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Société Foncière Lyonnaise seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

Table des matières

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1	Présentation de l'Offre.....	5
1.2	Contexte et motifs de l'Offre.....	7
1.2.1	Contexte de l'Offre.....	7
1.2.2	Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	8
1.2.3	Motifs de l'Offre.....	14
1.3	Rappel des principaux termes de l'Offre	15
1.3.1	Principaux termes de l'Offre	15
1.3.2	Ajustement des termes de l'Offre	15
1.3.3	Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites de SFL et mécanisme de liquidité	15
1.3.4	Fonds Commun de Placement d'Entreprise - FCPE.....	18
1.4	Modalités de l'Offre	18
1.5	Procédure d'apport à l'Offre.....	19
1.6	Centralisation des ordres	19
1.7	Publication des résultats de l'Offre - Règlement livraison	20
1.8	Régime fiscal de l'Offre	21
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'OFFRE	21
2.1	Composition du Conseil d'administration et du comité <i>ad hoc</i>	21
2.2	Avis motivé du Conseil d'administration.....	21
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	35
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTODETENUES	36
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	36
6.	ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	37
6.1	Structure du capital de la Société	37
6.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	38
6.2.1	Les restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions.....	38
6.2.2	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice des droits de vote	39
6.3	Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société	39
6.4	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	39

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

6.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	39
6.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	40
6.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	40
6.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration	40
6.7.2	Règles applicables à la modification des statuts de la Société	40
6.8	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions.....	41
6.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	47
6.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique	48
7.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS » RELATIF AUX CARACTERISTIQUES, NOTAMMENT JURIDIQUES, FINANCIERES ET COMPTABLES, DE LA SOCIETE	48
8.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	49

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A., société anonyme de droit espagnol, ayant un capital social de 1.270.286.952,50 euros, dont le siège social est sis au Paseo de la Castellana 52, 28046 Madrid (Espagne), immatriculée au registre du commerce de Madrid sous le numéro A-28027399 (« **Colonial** » ou l'« **Initiateur** ») dont les actions sont admises aux négociations sur les marchés réglementés de Barcelone et Madrid, sous le code ISIN ES0139140174, offre de manière irrévocable aux actionnaires de Société Foncière Lyonnaise, société anonyme de droit français ayant un capital social de 93.057.948 euros, dont le siège social est sis au 42 rue Washington, 75008 Paris (France), immatriculée sous le numéro 552 040 982 R.C.S. Paris (« **SFL** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** »), sous le numéro ISIN FR0000033409, d'acquérir la totalité des actions SFL qu'ils détiennent dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Au titre de l'Offre, l'Initiateur offre aux actionnaires de la Société d'acquérir les actions SFL qu'ils détiennent en contrepartie pour une action SFL (coupon détaché) apportée à l'Offre :

- d'une somme en numéraire de 46,66 euros ; et
- de 5 actions ordinaires nouvelles Colonial à émettre (coupon détaché) (la « **Parité** »).

Dans la mesure où les actions Colonial remises en échange dans le cadre de l'Offre sont des titres liquides (voir Section 3.3.1 du Projet de Note d'Information) admis aux négociations sur le marché réglementé de Madrid et de Barcelone, l'Offre ne comporte pas d'option en numéraire.

À la connaissance de la Société, le nombre d'actions existantes de la Société est, à la date du Projet de Note en Réponse, de 46.528.974 actions représentant autant de droits de vote théoriques.

À la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 38.018.307 actions et autant de droits de vote théoriques de la Société, représentant 81,71% du capital et des droits de vote théoriques de la Société¹.

À l'exception des Actions Gratuites Non Acquises (tel que ce terme est défini à la Section 1.3.3.1 du Projet de Note en Réponse), il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société (y compris des plans d'options) pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

Par ailleurs, Predica Prévoyance Dialogue du Crédit Agricole S.A., société anonyme de droit français régie par le Code des assurances, dont le siège social est sis au 16-18 boulevard de Vaugirard, 75015 Paris

¹ Sur la base d'un nombre total de 46.528.974 actions et autant de droits de vote théoriques de la Société (informations au 31 mai 2021). Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les actions auto-détenues.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

(France), immatriculée sous le numéro 334 028 123 R.C.S. Paris (« **Predica** »), s'est engagée dans le cadre du Contrat d'Apport et du Contrat d'Asset Swap² à n'apporter à l'Offre aucune des 5.992.903 actions SFL qu'elle détient dans la mesure où Predica s'est engagée, sous conditions suspensives, à :

- (i) apporter à Colonial 2.328.644 actions SFL dans le cadre de l'Apport (tel que ce terme est défini ci-dessous) ; et
- (ii) échanger avec SFL 3.664.259 actions SFL au titre de l'Asset Swap mis en œuvre dans le cadre du programme de rachat de SFL en vue d'une réduction de capital de SFL (voir Sections 1.2.2 du Projet de Note en Réponse et 1.3.9 du Projet de Note d'Information (tel que ce terme est défini ci-dessous)),

En conséquence, l'Offre vise la totalité des actions SFL d'ores et déjà émises et non détenues par l'Initiateur, à l'exception des 5.992.903 actions SFL que Predica s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre, soit à la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, un nombre maximum de 2.517.764 actions SFL.

Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), les 200.664 Actions Gratuites Non Acquises et les 130.134 Actions Gratuites Acquises encore en Période de Conservation ou en Période de Conservation Renforcée (tel que ces termes sont définis à la Section 1.3.3.1 du Projet de Note en Réponse, les Actions Gratuites Non Acquises et les Actions Gratuites Acquises encore en Période de Conservation ou en Période de Conservation Renforcée étant ci-après dénommées les « **Actions Gratuites Indisponibles** »), à la date estimée de la clôture de l'Offre ne pourront pas être apportées à l'Offre et bénéficieront du mécanisme de liquidité décrit à la Section 1.3.3.2 du Projet de Note en Réponse.

Dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur ne demandera pas à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire dans les conditions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Il est précisé que l'Initiateur n'agit pas et n'entend pas agir de concert vis-à-vis de la Société avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13, I du règlement général de l'AMF, Morgan Stanley Europe SE et Morgan Stanley Bank AG (ensemble les « **Établissements Présentateurs** »), agissant en qualité de banques présentatrices de l'Offre pour le compte de l'Initiateur, ont déposé l'Offre et le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auprès de l'AMF le 16 juin 2021. Seule Morgan Stanley Bank AG garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

² Tels que définis à la Section 1.2.2 du Projet de Note en Réponse.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de négociation, soit à titre indicatif, du 22 juillet au 11 août 2021 inclus.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

Colonial est une société foncière espagnole cotée dont les actions sont admises aux négociations sur les marchés réglementés de Barcelone et de Madrid et ayant opté pour le régime espagnol des sociétés d'investissement immobilier cotées. Elle est spécialisée dans les actifs de bureaux *prime* à Barcelone (12%), Madrid (26%) et, par l'intermédiaire de sa participation majoritaire au capital de SFL, Paris (62%).

SFL est une société foncière française cotée dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris et ayant opté pour le régime français des sociétés d'investissement immobilier cotées. SFL a axé son activité sur l'immobilier de bureaux *prime* situés essentiellement dans le quartier central d'affaires de Paris.

Au 31 décembre 2020, le patrimoine de SFL est constitué de 20 actifs (80% de bureaux, 19% de commerces et hôtel et 1% d'habitation en valeur), implantés dans le cœur de Paris et dans les meilleurs emplacements du Croissant Ouest parisien.

Le projet d'Offre s'inscrit dans le cadre d'un projet global de l'Initiateur de rationalisation de l'actionnariat de SFL et d'accroissement de la participation détenue par l'Initiateur au capital de SFL consistant :

- d'une part, en un dépôt par l'Initiateur du projet d'Offre ; et
- d'autre part, en une sortie de Predica du capital de SFL par l'intermédiaire d'un échange par Predica de sa participation dans SFL et dans deux *joint-ventures* co-détenues avec SFL contre des titres de l'Initiateur et une participation dans quatre *joint-ventures* à constituer et qui seront co-détenues avec SFL.

Le Conseil d'administration de SFL a décidé le 8 avril 2021 à l'unanimité de ses membres de nommer, sur avis de son comité des administrateurs indépendants, le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant :

- chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-1 I 1° et 4° et suivants du règlement général de l'AMF. Cette mission a été étendue par le Conseil d'administration de la Société du 3 juin 2021 sur le fondement de l'article 261-1 I 2° du règlement général de l'AMF à raison de la conclusion éventuelle de contrats de liquidité par l'Initiateur avec les dirigeants ; et
- afin d'établir un rapport sur (a) les modalités du rachat par SFL d'une partie des actions SFL détenues par Predica (conformément à la position-recommandation de l'AMF 2017-04) et (b) sur les conventions réglementées qui seront conclues entre SFL et Predica dans le cadre de

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

l'Asset Swap et du rachat par SFL d'une partie des actions SFL détenues par Predica (conformément à la recommandation de l'AMF 2012-05).

Il est précisé que le 28 juin 2021, l'assemblée générale extraordinaire de l'Initiateur a approuvé les résolutions relatives à l'émission des actions ordinaires nouvelles Colonial à remettre à Predica dans le cadre de l'Apport et des actions ordinaires nouvelles à remettre dans le cadre de l'Offre, au vu de rapports du Conseil d'administration de Colonial relatifs à ces augmentations de capital et d'un rapport établi par l'expert indépendant Grant Thornton, S.L.P., chargé d'apprécier la valeur des apports au titre de l'Offre et de l'Apport, lesquels ont été mis à la disposition des actionnaires sur le site internet de Colonial (www.inmocolonial.com) et au siège social de Colonial à compter de la convocation de l'assemblée générale extraordinaire de Colonial.

Le 3 juin 2021, l'Initiateur et Predica ont conclu le Contrat d'Apport et SFL et Predica ont conclu le Contrat d'Asset Swap.

L'annonce de l'opération et les termes de l'Offre ont fait l'objet de communiqués de presse de l'Initiateur et de SFL le 3 juin 2021, disponibles sur les sites internet de l'Initiateur (www.inmocolonial.com) et de SFL (www.fonciere-lyonnaise.com).

1.2.2 Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

En parallèle du projet d'Offre et dans le cadre du projet de l'Initiateur de rationaliser le capital de SFL et d'accroître sa participation dans la Société, Predica s'est engagée, sous conditions suspensives, à échanger sa participation dans SFL et dans deux sociétés co-détenues avec SFL (SCI Washington et Parholding) contre des titres Colonial et une participation minoritaire dans quatre *joint-ventures* co-détenues avec SFL. À cet effet, Predica a conclu le 3 juin 2021, après leur approbation par les organes sociaux compétents de l'Initiateur et de SFL :

- avec l'Initiateur, un contrat d'apport en nature soumis au droit espagnol (le « **Contrat d'Apport** ») ; et
- avec SFL, un contrat d'échange et de cession relatif à l'Asset Swap soumis au droit français (le « **Contrat d'Asset Swap** »).

L'ensemble des opérations seront mises en œuvre sur la base d'une parité basée sur l'EPRA NDV au 31 décembre 2020 (ajusté des distributions de dividendes au titre de l'exercice 2020).

Contrat d'Apport

Le 3 juin 2021, Colonial et Predica, actionnaire de la Société à hauteur de 12,88% de son capital, ont conclu le Contrat d'Apport.

Aux termes du Contrat d'Apport, il a été convenu que Predica apporterait à Colonial, sous réserve des conditions suspensives ci-après, 2.328.644 actions SFL, représentant autant de droits de vote théoriques, soit environ 5% du capital et des droits de vote théoriques de SFL en échange de 22.494.701 nouvelles actions ordinaires Colonial à émettre (l'« **Apport** »).

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

L'Apport sera mis en œuvre sur la base d'une parité basée sur la parité EPRA NDV au 31 décembre 2020 (ajusté des distributions de dividendes au titre de l'exercice 2020).

La réalisation de l'Apport est soumise aux conditions suspensives suivantes devant être réalisées au plus tard le 31 décembre 2021 :

- la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers sur l'Offre, purgée de tout éventuel recours dans les délais applicables ; et
- l'absence de sinistre significatif auquel il n'aurait pas été remédié à la date de la levée de la dernière des conditions suspensives précitées s'agissant de l'un quelconque des immeubles détenus par SCI Washington, Parholding (par l'intermédiaire de ses trois filiales), SAS Cloud, 92 Champs-Élysées, SCI Paul Cézanne et SCI 103 Grenelle.

Le 17 juin 2021, la Maire de Paris a renoncé à exercer le droit de préemption urbain dont elle bénéficiait.

Predica s'est engagée dans le cadre du Contrat d'Apport à :

- à compter de l'ouverture de l'Offre et pendant toute sa durée, n'apporter à l'Offre aucune des 5.992.903 actions SFL qu'elle détient devant être (a) échangées avec SFL dans le cadre de l'Asset Swap via le programme de rachat de SFL ou (b) apportées à Colonial dans le cadre de l'Apport, étant précisé que Predica a accepté de mettre lesdites actions SFL (à l'exception de 25 actions SFL détenues par Predica au nominatif pur) sous séquestre jusqu'à la clôture définitive de l'Offre (sauf pour mettre en œuvre l'Apport ou l'Asset Swap) aux termes d'un contrat conclu en date du 3 juin 2021 désignant Caceis comme tiers séquestre ;
- ne pas transférer les actions Colonial reçues dans le cadre de l'Apport pendant une durée de six (6) mois à compter de la date de réalisation de l'Apport ;
- à l'expiration de cette période de six (6) mois, ce que tout transfert par Predica de ses actions Colonial soit réalisé pendant une période de six (6) mois de manière ordonnée ; et
- pendant une durée de neuf (9) mois à compter de la date de réalisation de l'Apport, ne pas acquérir d'actions Colonial ayant pour effet de porter la participation de Predica à plus de 5% du capital ou des droits de vote de Colonial.

Aucun pacte ni aucun accord émetteur ne sera conclu entre Predica et l'Initiateur s'agissant de la participation qui sera détenue par Predica au capital de l'Initiateur.

Enfin, la réalisation de l'Apport interviendra le même jour que la réalisation de l'opération d'Asset Swap décrite ci-dessous.

Contrat d'Asset Swap

Le 3 juin 2021, la Société et Predica, agissant pour son propre compte et celui d'un ou plusieurs organismes de placement collectif immobiliers (OPCI), ont conclu un contrat de cession et d'échange soumis au droit français.

Aux termes du Contrat d'Asset Swap, il a été convenu que Predica, sous réserve des conditions suspensives ci-après, transfère à SFL :

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

- l'intégralité de sa participation dans SCI Washington, soit trente-quatre pour cent (34%) du capital social et des droits de vote de SCI Washington (société détenant l'immeuble Washington Plaza) et sa créance de compte courant sur SCI Washington ;
- l'intégralité de sa participation dans Parholding, soit cinquante pour cent (50%) du capital social et des droits de vote de Parholding (société détenant par l'intermédiaire de ses trois filiales les immeubles Galerie des Champs Elysées, 90, Champs Elysées et 106, Haussmann) et sa créance de compte courant sur Parholding ; et
- 3.664.259 actions SFL, dans le cadre du programme de rachat de SFL en vue d'une réduction de capital de SFL par annulation des actions SFL acquises par SFL auprès de Predica le jour de la réalisation de l'Asset Swap sous le régime de l'article 814 C 2° du Code général des impôts ;

en contrepartie de :

- quarante-neuf pour cent (49%) du capital social et des droits de vote de SAS Cloud, société par actions simplifiée à laquelle l'immeuble #cloud.paris sera apporté par SFL préalablement à la réalisation de l'Asset Swap ;
- quarante-neuf pour cent (49%) du capital social et des droits de vote de 92 Champs-Elysées, société par actions simplifiée à laquelle l'immeuble 92, Champs-Elysées sera apporté par SFL préalablement à la réalisation de l'Asset Swap ;
- quarante-neuf pour cent (49%) du capital social et des droits de vote de SCI Paul Cézanne, société civile immobilière détenant l'immeuble Cézanne Saint Honoré ; et
- quarante-neuf pour cent (49%) du capital social et des droits de vote de SCI 103 Grenelle, société civile immobilière détenant l'immeuble 103 Grenelle,

(l'« **Asset Swap** »).

L'Asset Swap sera mis en œuvre sur la base d'une parité basée sur la parité EPRA NDV au 31 décembre 2020 (ajusté des distributions de dividendes au titre de l'exercice 2020).

La réalisation de l'Asset Swap est soumise aux conditions suspensives suivantes devant être réalisées au plus tard le 31 décembre 2021 :

- La décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers sur l'Offre, purgée de tout éventuel recours dans les délais applicables ; et
- L'absence de sinistre significatif auquel il n'aurait pas été remédié à la date de la levée de la dernière des conditions suspensives précitées s'agissant de l'un quelconque des immeubles détenus par SCI Washington, Parholding (par l'intermédiaire de ses trois filiales), SAS Cloud, 92 Champs-Elysées, SCI Paul Cézanne et SCI 103 Grenelle.

Le 17 juin 2021, la Maire de Paris a renoncé à exercer le droit de préemption urbain dont elle bénéficiait.

Aux termes du Contrat d'Asset Swap, Predica s'est par ailleurs engagée, à compter de l'ouverture de l'Offre et pendant toute sa durée, à n'apporter à l'Offre aucune des 5.992.903 actions SFL qu'elle détient devant

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

être (a) échangées avec SFL dans le cadre de l'Asset Swap via le programme de rachat de SFL ou (b) apportées à Colonial dans le cadre de l'Apport, étant précisé que Predica a accepté de mettre lesdites actions SFL (à l'exception de 25 actions SFL détenues par Predica au nominatif pur) sous séquestre jusqu'à la clôture définitive de l'Offre (sauf pour mettre en œuvre l'Apport ou l'Asset Swap) aux termes d'un contrat conclu en date du 3 juin 2021 désignant Caceis comme tiers séquestre.

La réalisation de l'Asset Swap interviendra le même jour que la réalisation de l'opération d'Apport décrite ci-dessus.

Pactes d'Associés

Le jour de la réalisation de l'Asset Swap et de l'Apport, SFL et Predica et/ou un OPCI contrôlé par Predica signeront un pacte d'associés identique au niveau de chacune des *joint-ventures* : SAS Cloud, 92 Champs-Elysées, SCI 103 Grenelle et SCI Paul Cézanne (chacun un « **Pacte d'Associés** » et ensemble les « **Pactes d'Associés** »), complété d'un accord de liquidité, étant précisé que ces Pactes d'Associés sont, en majeure partie, similaires à celui existant au niveau de Parholding. Les pactes d'associés existants au niveau de SCI Washington et Parholding seront résiliés à cette même date.

Aux termes de chacun de ces Pactes d'Associés :

- Certaines décisions significatives ne pourront être prises et mises en œuvre par le Président ou le Gérant, selon le cas, désigné sur proposition de SFL qu'après avoir obtenu le vote favorable de Predica et/ou de l'OPCI contrôlé par Predica, selon le cas ;
- L'agrément de tout nouvel associé, à l'exception de toute société contrôlée par SFL, Predica et/ou l'OPCI contrôlé par Predica, selon le cas, relèvera de la compétence exclusive des associés, cette décision étant prise à l'unanimité ;
- SFL et Predica et/ou l'OPCI contrôlé par Predica, selon le cas, s'engageront, pendant une période d'un (1) an à compter de la date de signature des Pactes d'Associés, à ne pas transférer les titres qu'ils détiennent dans la *joint-venture* sous-jacente, sous réserve des exceptions usuelles ;
- Tout transfert par SFL ou Predica et/ou l'OPCI contrôlé par Predica, selon le cas, de leurs titres sera soumis à un droit de première offre de l'autre associé sur les titres de la *joint-venture* objets du transfert ;
- En cas de cession par SFL, Predica et/ou l'OPCI contrôlé par Predica, selon le cas, de leurs titres dans l'une des sociétés, l'autre associé bénéficiera d'un droit de sortie conjointe totale sur l'intégralité de ses titres de la *joint-venture* concernée ;
- À compter du cinquième anniversaire de la date de signature du Pacte d'Associés, SFL et Predica et/ou l'OPCI contrôlé par Predica, selon le cas, se réuniront en vue de se concerter sur l'opportunité du rachat par l'une des parties de l'immeuble détenu par la *joint-venture* concernée ou de la participation de l'autre partie au capital de la *joint-venture*, de la cession conjointe de 100% du capital ou de la cession de l'immeuble ; étant précisé qu'une telle réunion ne pourra avoir lieu qu'une fois par période de douze (12) mois glissants ;

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

- Les immeubles seront gérés par Locaparis, une filiale de SFL, aux termes d'un mandat de gestion immobilière conclu avec chacune des quatre *joint-ventures* co-détenues entre SFL et Predica ; et
- Les Pactes d'Associés prendront effet à la date de réalisation de l'Asset Swap et seront conclus pour une durée de dix (10) ans renouvelable tacitement pour des périodes successives de cinq (5) ans à défaut de dénonciation écrite par SFL ou Predica et/ou l'OPCI contrôlé par Predica, selon le cas.

Accord de Liquidité

Le jour de la réalisation de l'Asset Swap et de l'Apport, SFL, Predica et/ou un OPCI contrôlé par Predica signeront un accord de liquidité en présence des quatre *joint-ventures* co-détenues entre SFL et Predica (l'« **Accord de Liquidité** ») prévoyant une faculté pour Predica, à compter du cinquième anniversaire de la date de signature de l'Accord de Liquidité, de notifier à SFL une demande de liquidité dont le montant sera au maximum égal à 30% de son exposition économique dans les quatre *joint-ventures* sous déduction des montants déjà perçus par Predica dans le cadre (i) du transfert de ses titres détenus dans une ou plusieurs de ces *joint-ventures* à SFL ou à un tiers ou (ii) d'une distribution, liquidation ou rachat de titres d'une ou plusieurs de ces *joint-ventures* à la suite du transfert d'un ou plusieurs des actifs immobiliers qu'elles détiennent (ensemble les « **Déductions** »).

À compter de la date de la demande, SFL disposera d'un délai de douze (12) mois pour choisir, à sa seule option, une ou plusieurs des modalités de liquidité ci-dessous, ainsi que les titres de *joint-venture(s)* sur lesquels portera cette liquidité :

- Recours à l'endettement d'une ou plusieurs des quatre *joint-ventures* (dans la limite d'un ratio Loan To Value (LTV) maximum de 45%) suivi d'une distribution au bénéfice des associés de la ou des *joint-ventures* concernées ;
- Cession d'un ou plusieurs actifs immobiliers pour un prix au moins égal à leur valeur d'expertise suivie d'une distribution au bénéfice des associés de la ou des *joint-ventures* concernées ;
- Cession d'un ou plusieurs actifs immobiliers pour un prix au moins égal à leur valeur d'expertise suivie de la liquidation de la ou les *joint-ventures* concernées ;
- Recours à l'endettement d'une ou plusieurs des quatre *joint-ventures* (dans la limite d'un ratio Loan To Value (LTV) maximum de 45%) suivi du rachat de titres détenus par Predica et/ou un OPCI contrôlé par Predica, selon le cas, dans ces quatre *joint-ventures* pour un prix égal à la valeur EPRA NDV des titres concernés ;
- Cession d'un ou plusieurs actifs immobiliers pour un prix au moins égal à leur valeur d'expertise suivie du rachat de titres de la ou des *joint-ventures* concernées détenus par Predica à la valeur EPRA NDV calculée sur la base du prix de cession effectif du ou des actifs immobiliers cédés ;

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

- Acquisition par SFL de titres détenus par Predica et/ou un OPCI contrôlé par Predica, selon le cas, dans une ou plusieurs des quatre *joint-ventures* pour un prix égal à la valeur EPRA NDV des titres concernés ;
- Acquisition par un tiers choisi par SFL des titres détenus par Predica et/ou un OPCI contrôlé par Predica, selon le cas, dans une ou plusieurs des quatre *joint-ventures* pour un prix égal à la valeur EPRA NDV des titres concernés (à travers une structure OPCI, le cas échéant, afin de préserver le régime SIIC de SFL) ; et
- Échange ou apport de titres détenus par Predica et/ou un OPCI contrôlé par Predica, selon le cas, contre des actions Colonial (rapport d'échange calculé sur la base de la valeur EPRA NDV des titres concernés et des actions Colonial à la date d'établissement des comptes semestriels précédant la demande de liquidité) ; étant précisé que cette modalité, par exception, ne pourra être mise en œuvre qu'avec l'accord de Predica et de Colonial.

Afin de répondre à la demande de liquidité transmise par Predica, SFL pourra proposer à Predica, qui ne pourra refuser sans motif raisonnable, toute autre modalité de liquidité équivalente pour Predica à l'une des modalités susvisées.

Toute cession ou rachat de titres d'une ou plusieurs des quatre *joint-ventures* susvisées ne pourra avoir pour effet de faire baisser la participation de Predica et/ou un OPCI contrôlé par Predica, selon le cas, en dessous de 25% des titres de la *joint-venture* concernée, à l'exception d'une cession ou d'un rachat portant sur l'intégralité des titres détenus par Predica et/ou un OPCI contrôlé par Predica, selon le cas, dans ladite *joint-venture*.

Predica ne pourra exercer ce droit qu'une seule fois.

À l'issue du délai de douze (12) mois visé ci-dessus, à défaut pour SFL d'avoir permis à Predica de percevoir une somme au moins égale au montant de liquidité figurant dans sa demande (au maximum 30% de son exposition économique dans les quatre *joint-ventures*, le cas échéant diminué de toute Déduction), Predica bénéficiera d'un droit de cession forcée sur SFL et pourra demander à SFL de mettre en place un processus de cession d'un ou plusieurs des actifs immobiliers sélectionnés à condition que leur valeur, le cas échéant cumulée, soit inférieure ou égale au montant de liquidité figurant dans la demande, le cas échéant diminué de toute Déduction.

SFL pourra, à sa seule option, mettre en place, au lieu de la cession d'un ou plusieurs actifs, la vente conjointe de la totalité des titres de la ou des *joint-ventures* concernées (nonobstant un montant de liquidité figurant dans la demande inférieur à la valeur EPRA NDV des titres de la *joint-venture* concernée).

Cet accord sera conclu pour une durée de dix (10) ans.

À l'exception du Contrat d'Apport, du Contrat d'Asset Swap, des Pactes d'Associés et de l'Accord de Liquidité dont un résumé figure ci-dessus et des engagements de liquidité qui seront offerts aux bénéficiaires d'Actions Gratuites décrits à la Section 1.3.3.2 du Projet de Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance d'autres accords en lien avec l'Offre ou susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

A toutes fins utiles, il est précisé que Predica ne bénéficie d'aucune clause de complément de prix (ou avantage assimilé) ni d'aucun prix de sortie garanti dans le cadre des accords mentionnés ci-dessus.

1.2.3 Motifs de l'Offre

L'Offre, ensemble avec les opérations d'Apport et d'Asset Swap, vise à permettre une rationalisation de l'actionnariat de la Société, à accroître la participation de Colonial et à renouveler le partenariat de long-terme entre la Société et Predica sur un périmètre d'actifs élargi, tout en maintenant au niveau de la Société une stratégie inchangée (stratégie « *total return* » – rendement et création de valeur – axée sur les actifs de bureau *prime* dans le quartier central d'affaires de Paris).

La Société maintiendra, y compris après l'Asset Swap, son exposition économique actuelle inchangée ainsi que son contrôle sur l'ensemble de ses actifs et de son portefeuille.

L'Offre vise à permettre aux actionnaires de la Société apportant leurs actions SFL à l'Offre de devenir actionnaires de Colonial en bénéficiant d'une Parité faisant ressortir une prime significative sur le cours de bourse de SFL et d'une liquidité substantiellement accrue en tant qu'actionnaire de Colonial. À cet égard, il est précisé que l'Offre, l'Asset Swap et l'Apport seront mis en œuvre sur la base d'une parité basée sur la parité EPRA NDV au 31 décembre 2020 (ajusté des distributions de dividendes au titre de l'exercice 2020) soumise à la validation de l'expert indépendant nommé par la Société.

Au-delà, l'Offre vise à offrir aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre l'opportunité de diversifier leur exposition économique tout en leur permettant de devenir actionnaires d'une société leader pan-européen dans le secteur du *prime office* dont la stratégie est similaire à celle de SFL (« *total return* » et axée sur les bureaux *prime* dans le quartier central d'affaires de Paris) et dont le profil financier est similaire à celui de SFL.

L'augmentation de la participation de Colonial dans SFL n'aura pas en tant que telle d'impact sur son statut fiscal de SIIC. En effet, en termes de détention du capital, ce statut est subordonné aux conditions suivantes :

- le capital de SFL ne doit pas être détenu à plus de 60% par un actionnaire, ou groupe d'actionnaires agissant de concert, sauf à ce que cet actionnaire prépondérant soit lui-même une SIIC ou une société étrangère jouissant d'un statut équivalent (société par action cotée sur un marché réglementé reconnu, d'un capital supérieur ou égal à 15 m€ et dont l'objet principal est la détention directe ou indirecte d'immeubles affectés à une exploitation locative) ce qui est le cas de Colonial, a fortiori depuis son option en Espagne pour le régime fiscal SOCIMI (équivalent du régime SIIC) ; et
- SFL doit être elle-même cotée sur un marché réglementé : à cet égard, quelle que soit l'issue de l'offre, l'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire visant les actions de SFL au cours des douze prochains mois.

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

1.3.1 Principaux termes de l'Offre

L'Initiateur offre de manière irrévocable aux actionnaires de la Société, pendant une période de quinze (15) jours de négociation, d'acquérir les actions SFL qu'ils détiennent en contrepartie pour une action SFL (coupon détaché) apportée à l'Offre :

- d'une somme en numéraire de 46,66 euros ; et
- de 5 actions ordinaires nouvelles Colonial à émettre (coupon détaché).

Cette Parité a été déterminée sur la base des éléments précisés dans la Section 3 du Projet de Note d'Information.

L'Offre vise la totalité des actions SFL d'ores et déjà émises et non détenues par l'Initiateur, à l'exception des 5.992.903 actions SFL que Predica s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre, soit à la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, un nombre maximum de 2.517.764 actions SFL.

Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), les 200.664 Actions Gratuites Non Acquises et les 130.134 Actions Gratuites Acquises encore en Période de Conservation ou en Période de Conservation Renforcée à la date estimée de la clôture de l'Offre ne pourront pas être apportées à l'Offre et bénéficieront du mécanisme de liquidité décrit à la Section 2.6.2 du Projet de Note d'Information et 1.3.3.2 du Projet de Note en Réponse.

Conformément aux dispositions de l'article 231-12 du règlement général de l'AMF, l'assemblée générale de Colonial a approuvé le 28 juin 2021 (2nde résolution) l'émission des actions ordinaires nouvelles Colonial à remettre dans le cadre de l'Offre.

Les termes de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information.

1.3.2 Ajustement des termes de l'Offre

Tout éventuel ajustement des termes de l'Offre sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet d'une publication d'un communiqué de presse de l'Initiateur.

1.3.3 Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites de SFL et mécanisme de liquidité

1.3.3.1 Plans d'Actions Gratuites en vigueur

La Société a mis en place plusieurs plans actions gratuites dites de « performance » au profit des salariés ou des mandataires sociaux de SFL ou des sociétés ou groupements qui lui sont liés au sens de l'article L. 225-197-2 du Code de commerce, ou certaines catégories d'entre eux (les « **Actions Gratuites** ») au cours des années 2011, 2015 et 2018.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'Actions Gratuites, en cours au 31 mai 2021, à la connaissance de la Société :

Plan	#1			#2	#3	#4		#5			
Date de l'assemblée générale	9 mai 2011				22 avril 2015	13 nov. 2015		20 avril 2018			
Date d'attribution	16 févr. 2012	5 mars 2013	4 mars 2014	16 févr. 2012	17 juin 2015	26 avril 2016	3 mars 2017	20 avril 2018	15 févr. 2019	6 févr. 2020	11 févr. 2021
Nombre d'actions Gratuites attribuées	49.481	52.716	50.972	20.516	40.992	48.054	50.064	67.184	65.896	68.952	66.920
Date d'Acquisition³	19 mars 2015	7 avril 2016	12 avril 2017	4 avril 2014	4 avril 2018	3 avril 2019	27 mars 2020	6 avril 2021	15 févr. 2022 ⁴	6 févr. 2023 ⁴	11 févr. 2024 ⁴
Nombre d'Actions Gratuites acquises au 31 mai 2021	44.375	36.424	26.725	20.516	37.896	46.302	46.494	63.648	N/A		
Nombre d'Actions Gratuites en période d'acquisition	N/A								65.160	68.640	66.864
Date de fin de Période de Conservation initiale⁵	18 mars 2017	6 avril 2018	11 avril 2019	3 avril 2016	3 avril 2020	2 avril 2021	26 mars 2022	5 avril 2023	14 févr. 2024 ⁴	5 févr. 2025 ⁴	10 févr. 2026 ⁴
Nombre d'Actions Gratuites soumises à une	2.496	3.123	3.123	0	4.950	6.300	N/A				

³ Les Actions Gratuites attribuées par la Société sont soumises à une période d'acquisition de trois ans, à l'exception du plan n°2 pour lequel la période d'acquisition est de deux (2) ans (la « **Période d'Acquisition** »).

⁴ Dates indicatives. Les Dates d'Acquisition et les dates de fin de Période de Conservation dépendent de la date de la publication par les Sociétés de Référence du communiqué de presse annonçant leurs résultats du troisième exercice clos à compter de la date d'attribution initiale des Actions gratuites.

⁵ À l'issue de la Période d'Acquisition, les Actions Gratuites acquises seront soumises à une période de conservation de deux (2) ans (la « **Période de Conservation** »). Il est précisé que les mandataires sociaux et certains cadres supérieurs doivent conserver un certain pourcentage des actions acquises jusqu'à la cessation des fonctions exercées au sein de SFL ou, selon le cas, au sein d'une société du groupe (la « **Période de Conservation Renforcée** »).

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Période de Conservation Renforcée											
Nombre cumulé d'actions annulées ou caduques	5.106	16.292	24.247	0	3.096	1.752	3.570	3.536	736	312	56
Conditions de présence	Les Actions Gratuites ne seront définitivement acquises que pour autant qu'à l'issue de la période d'acquisition, le bénéficiaire soit toujours salarié ou, selon le cas, mandataire social au sein de SFL ou de l'une des sociétés du groupe. Par exception, la perte de la qualité de salarié ou de mandataire social n'entraînera pas la déchéance du droit à acquérir les actions si cette perte est la conséquence de certains événements indépendants de la volonté des bénéficiaires.										
Conditions de performance	Le nombre d'actions définitivement acquises dépendra du classement de SFL au sein d'un panel de six sociétés foncières cotées (SFL comprise) dites les « Sociétés de Référence ». Ce classement sera établi en fonction de l'évolution de l'actif net réévalué (« ANR ») des Sociétés de Référence sur la période d'acquisition, sur une base consolidée par action, étant précisé que l'ANR sera calculé en réintégrant les distributions effectivement versées au cours de chacun des exercices de la période de référence.										

À la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la Période d'Acquisition et la Période de Conservation des Actions Gratuites du plan n°1, du plan n°2, du Plan n°3 et du Plan n°4 (pour les actions attribuées le 26 avril 2016) ont expiré et pourront être librement apportées à l'Offre (les « **Actions Gratuites Disponibles** »), sous réserve des éventuelles Périodes de Conservation Renforcée applicables à certains mandataires sociaux et certains cadres supérieurs.

À la connaissance de la Société, 130.134 Actions Gratuites demeureront en Période de Conservation ou en Période de Conservation Renforcée à la date estimée de la clôture de l'Offre et ne pourront pas être apportée à l'Offre (les « **Actions Gratuites Acquises Indisponibles** ») :

- les Actions Gratuites du plan n°1, du plan n°2, du plan n°3 et du plan n°4 (attribuées le 26 avril 2016) soumises à une Période de Conservation Renforcée, soit un nombre total de 19.992 Actions Gratuites ;
- les Actions Gratuites du plan n°4 attribuées le 3 mars 2017 et les Actions Gratuites du plan n°5 attribuées le 20 avril 2018 soumises à une Période de Conservation et, le cas échéant, à une Période de Conservation Renforcée, soit un nombre total de 110.142 Actions Gratuites.

Par ailleurs, les Actions Gratuites du plan n°5 attribuées le 15 février 2019, le 6 février 2020 et le 11 février 2021 demeurent en Période d'Acquisition, soit un nombre total de 200.664 Actions Gratuites (les « **Actions Gratuites Non Acquises** »). En conséquence, et sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

par les dispositions légales ou réglementaires applicables (invalidité ou décès du bénéficiaire), les Actions Gratuites Non Acquises ne peuvent pas être apportées à l'Offre.

1.3.3.2 Mécanismes de liquidité

L'Initiateur a proposé aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Acquises Indisponibles et aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Non Acquises qui ne peuvent pas les apporter à l'Offre, compte tenu de leur indisponibilité, la conclusion de contrats de liquidité.

Aux termes de ces contrats, l'Initiateur s'est engagé à offrir aux bénéficiaires de ces Actions Gratuites des conditions de rachat de leurs actions SFL identiques à celles offertes aux actionnaires de la Société au titre de l'Offre.

1.3.4 Fonds Commun de Placement d'Entreprise - FCPE

Au 7 janvier 2021, les salariés détenaient directement 109.640 actions de la Société et indirectement 6.466 actions de la Société dans le cadre du FCPE, soit au total 116.106 actions représentant environ 0,25% du capital.

Sont incluses les actions détenues par M. Dimitri Boulte, salarié et Directeur général délégué de la Société.

Le conseil de surveillance du FCPE réuni le 24 juin 2021 a décidé à l'unanimité de céder les actions SFL détenues par le FCPE sur le marché, et le cas échéant d'apporter le solde à l'Offre.

1.4 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 16 juin 2021. La Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 8 juillet 2021. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Le Projet de Note en Réponse est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et sera mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.fonciere-lyonnaise.com).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse sera diffusé par la Société.

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note en réponse.

La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

de la Société. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.fonciere-lyonnaise.com).

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

1.5 Procédure d'apport à l'Offre

Sur la base du calendrier indicatif de l'Offre figurant à la section 2.10 du Projet de Note d'Information, l'Offre serait ouverte pendant une période allant du 22 juillet 2021 au 11 août 2021 inclus.

Conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de négociation.

L'attention des actionnaires de SFL est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions SFL apportées qui ne répondraient pas à ces exigences.

Les actionnaires de SFL dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (établissement de crédit, entreprise d'investissement etc.) et qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre d'apport à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire financier et en temps opportun afin que leur ordre puisse être exécuté. Les actionnaires de SFL sont invités à vérifier auprès de leur intermédiaire financier teneur de compte s'il existe une date limite particulière pour la remise de leurs ordres d'apport à l'Offre.

Les actions détenues sous forme nominative devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires dont les actions sont inscrites au nominatif et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander dans les meilleurs délais la conversion au porteur de leurs actions afin de les apporter à l'Offre.

1.6 Centralisation des ordres

Chaque intermédiaire financier concerné devra, à la date indiquée dans l'avis de Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les actions de la Société pour lesquelles il aura reçu un ordre d'apport à l'Offre. Par ailleurs, dès lors que les actions Colonial ne feront pas l'objet d'une demande d'admission sur un marché réglementé français et ne seront pas admises en Euroclear, chaque intermédiaire financier concerné devra indiquer à Euronext les références du compte en Iberclear sur lequel il souhaite que les actions Colonial remises en

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPOSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

échange soient livrées. Les intermédiaires financiers ne disposant pas d'un compte en Iberclear sont invités à se rapprocher d'un intermédiaire français ou espagnol disposant d'un tel compte afin de pouvoir recevoir les titres Colonial ou à inviter leurs clients à transférer leurs titres chez un intermédiaire disposant d'un tel compte dans un délai permettant leur apport à l'Offre. À défaut, les actions de la Société concernées ne pourront être valablement apportées à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de l'ensemble des ordres d'apport à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris procédera à la centralisation de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre et les communiquera à l'AMF.

1.7 Publication des résultats de l'Offre - Règlement livraison

L'AMF fera connaître les résultats de l'Offre par un avis qui sera publié postérieurement à la clôture de l'Offre. Euronext indiquera dans un avis la date de règlement de l'Offre.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de l'apport des actions SFL à l'Offre à la date de règlement-livraison de l'Offre.

Le règlement-livraison de l'Offre se fera à la suite de (i) la réalisation de la centralisation des ordres d'apport à l'Offre par Euronext Paris, (ii) la réalisation des formalités requises par le droit espagnol relatives à l'émission des actions ordinaires Colonial à émettre dans le cadre de l'Offre, et notamment l'enregistrement desdites actions auprès d'Iberclear.

Les étapes suivantes seront suivies pour le règlement de l'Offre :

- réalisation par Euronext Paris des opérations de centralisation des actions SFL apportées à l'Offre et publication par Euronext Paris d'un avis relatif au nombre d'actions SFL apportées à l'Offre ;
- enregistrement de l'augmentation de capital auprès du registre du commerce espagnol, émission des actions Colonial devant être remises dans le cadre de l'Offre et enregistrement desdites actions auprès d'Iberclear ;

Sous réserve des contraintes imposées par le registre du commerce espagnol, l'émission des actions Colonial pourra être conditionnée au transfert à Colonial des actions SFL apportées à l'Offre.

- transfert des actions nouvelles Colonial et de la composante en numéraire de l'Offre au profit des actionnaires de SFL ayant apporté leurs actions à l'Offre ; et
- admission aux négociations sur les marchés réglementés de Barcelone et Madrid des nouvelles actions Colonial remises dans le cadre de l'Offre.

En envoyant un ordre d'apport à l'Offre de leurs actions SFL, chaque actionnaire de SFL autorise Euronext ou tout autre intermédiaire dont la désignation sera requise, à faire apport des actions SFL apportées à l'Offre à Colonial, et à prendre toutes autres mesures nécessaires ou souhaitables pour leur compte pour mener à bien l'échange.

1.8 Régime fiscal de l'Offre

Le régime fiscal de l'Offre est décrit à la Section 2.13 du Projet de Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'OFFRE

2.1 Composition du Conseil d'administration et du comité *ad hoc*

Le Conseil d'administration de SFL est actuellement composé de 14 membres comme suit :

- M. Juan José BRUGERA CLAVERO, Président du Conseil d'administration
- Mme Najat AASQUI
- M. Ali bin Jassim AL THANI
- Mme Angels ARDERIU IBARS
- M. Jean-Jacques DUCHAMP
- M. Carlos FERNANDEZ-LERGA GARRALDA
- Mme Carmina GANYET I CIRERA
- M. Carlos KROHMER
- Mme Arielle MALARD de ROTHSCHILD*
- M. Luis MALUQUER TREPAT
- Mme Nuria OFERIL COLL
- Mme Alexandra ROCCA*
- M. Pere VIÑOLAS SERRA, Vice-Président du Conseil d'administration
- M. Anthony WYAND*

* Administrateurs indépendants

Conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et aux meilleures pratiques de gouvernement d'entreprise le Conseil d'administration, le Conseil d'administration lors de sa délibération du 8 avril 2021, a constitué en son sein un Comité *ad hoc* composé de Madame Arielle Malard de Rothschild, Madame Alexandra Rocca et Monsieur Anthony Wyand, administrateurs indépendants de la Société.

2.2 Avis motivé du Conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF, les membres du comité *ad hoc* se sont réunis le 8 juillet 2021 à l'effet d'examiner l'Offre et de préparer un projet d'avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis, le 8 juillet 2021, sur convocation et sous la présidence de Monsieur Juan José BRUGERA CLAVERO président du Conseil d'administration, à l'effet de rendre un avis motivé sur la base du projet préparé par le comité *ad hoc* lors de sa réunion du 8 juillet 2021.

Les administrateurs suivants ont assisté à la réunion du Conseil d'administration :

- M. Juan José BRUGERA CLAVERO, Président du Conseil d'administration
-

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

- Mme Najat AASQUI
- M. Ali bin Jassim AL THANI
- Mme Angels ARDERIU IBARS
- M. Carlos FERNANDEZ-LERGA GARRALDA
- Mme Carmina GANYET I CIRERA
- M. Carlos KROHMER
- Mme Arielle MALARD de ROTHSCHILD
- M. Luis MALUQUER TREPAT
- Mme Nuria OFERIL COLL
- Mme Alexandra ROCCA
- M. Pere VIÑOLAS SERRA, Vice-Président du Conseil d'administration
- M. Anthony WYAND

Etait représenté :

- M. Jean-Jacques DUCHAMP, représenté par Mme Najat AASQUI

Le Conseil d'administration a ainsi adopté à l'unanimité des membres ayant pris part au vote, un avis motivé en ligne avec le projet préparé par le comité *ad hoc*, étant précisé que (i) les administrateurs représentant Predica n'ont pas participé aux débats et n'ont pas pris part au vote pour éviter tout potentiel conflit d'intérêts résultant de l'articulation entre l'Offre et les opérations d'Asset Swap et de Rachat et (ii) les administrateurs représentant Colonial, pour éviter tout potentiel conflit d'intérêts, ont voté conformément aux recommandations émises par le Comité *ad hoc* afin de permettre de réunir le quorum nécessaire pour la validité des délibérations du Conseil d'administration.

Le Conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé reproduit ci-dessous.

« Il est rappelé que l'Offre s'inscrit dans le cadre d'un projet global de l'Initiateur de rationalisation de l'actionnariat de la Société et d'accroissement de la participation détenue par l'Initiateur au capital de la Société (l' « Opération »), comportant deux volets :

- *d'une part, l'Offre ; et*
- *d'autre part, une sortie de Predica du capital de la Société par l'intermédiaire d'un échange par Predica de sa participation dans la Société et dans deux joint-ventures codétenues avec la Société, contre des titres de l'Initiateur et une participation dans quatre joint-ventures à constituer et qui seront codétenues avec la Société (l' « Asset Swap »). La Société procéderait notamment au rachat d'une partie de ses propres actions détenues par Predica contre remise de participations dans les sociétés visées ci-dessus (le « Rachat ») pour ensuite les annuler. Par ailleurs, Predica apporterait à Colonial 2.328.644 actions de la Société, en échange de 22.494.701 nouvelles actions ordinaires Colonial à émettre (l' « Apport »).*

Les termes de l'Offre et les opérations d'Asset Swap, de Rachat et d'Apport sont détaillés dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 16 juin 2021, tel que modifié le 7 juillet 2021 (le « Projet de Note d'Information »).

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Il est rappelé qu'il appartient au Conseil d'administration, en application de 231-19 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et aux meilleures pratiques de gouvernement d'entreprise le Conseil d'administration, lors de sa délibération du 8 avril 2021, a constitué en son sein un Comité ad hoc composé de Madame Arielle Malard de Rothschild, Madame Alexandra Rocca et Monsieur Anthony Wyand, administrateurs indépendants de la Société et chargé de superviser la mission de l'expert indépendant dans la perspective de l'avis motivé du Conseil d'administration.

Il est rappelé que lors de sa réunion du 3 juin 2021, le Conseil d'administration, sur recommandation du Comité ad hoc, a approuvé la conclusion du contrat de cession et d'échange relatif aux opérations d'Asset Swap et du Rachat et décidé d'accueillir favorablement le principe de l'Offre et la possibilité ainsi offerte aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité avec une prime significative par rapport au cours de bourse.

Préalablement à la réunion de ce jour, ont été mis à la disposition des membres du Conseil d'administration les documents suivants :

- le Projet de Note d'Information, contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;*
- le projet de note en réponse établi par la Société (le « Projet de Note en Réponse ») ;*
- le rapport en date du 8 juillet 2021 exposant les conclusions du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant (l' « Expert Indépendant ») désigné en application des dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et représenté par Monsieur Olivier Peronnet, sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ;*
- le projet d'avis motivé du Comité ad hoc en date du 8 juillet 2021 sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

Les administrateurs représentant Predica indiquent que, pour éviter tout potentiel conflit d'intérêts résultant de l'articulation entre l'Offre et les opérations d'Asset Swap et de Rachat, ils ne participeront ni aux débats ni au vote de la présente décision.

Les administrateurs représentant Colonial, pour éviter tout potentiel conflit d'intérêts voteront conformément aux recommandations émises par le Comité ad hoc afin de permettre de réunir le quorum nécessaire pour la validité des délibérations du Conseil d'administration.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant

Il est rappelé que l'Offre requiert, en application de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF, la désignation d'un expert indépendant dans la mesure où cette Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration.

Le Comité ad hoc s'est réuni postérieurement à sa constitution afin d'étudier les profils des experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant.

Les membres du Comité ad hoc, après en avoir délibéré, ont décidé de proposer au Conseil d'administration la désignation du cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Peronnet, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF et dans les conditions précisées à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante. Le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Peronnet, a en effet été identifié comme répondant aux critères d'indépendance et de compétence requis par la réglementation applicable, en particulier compte tenu de son niveau de qualifications et d'expérience, le Comité ad hoc ayant pris connaissance des différents dossiers sur lesquels le cabinet Finexsi était récemment intervenu dans le cadre d'opérations similaires, ainsi que des moyens humains et matériels dont il dispose, le Comité ad hoc ayant en particulier constaté que le cabinet Finexsi disposait d'équipes ayant un niveau d'expérience et d'expertise élevé.

Le Comité ad hoc a décidé de ne retenir qu'un seul expert comme expert indépendant au titre de l'Offre et des opérations conclues avec Predica par la Société et par Colonial, compte-tenu de la connexité des opérations d'Offre, d'Asset Swap et de Rachat.

Le cabinet Finexsi, par l'intermédiaire de Monsieur Olivier Peronnet, a fait savoir qu'il acceptait le principe de cette nomination en qualité d'expert indépendant, et qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer cette mission.

Le 8 avril 2021, sur recommandation du Comité ad hoc, le Conseil d'administration de la Société a décidé de nommer le cabinet Finexsi en qualité d'expert indépendant, afin d'établir notamment un rapport sur les conditions financières de l'Offre devant se conclure par une attestation d'équité sur le fondement de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF (dans la mesure où la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur de l'Offre) et sur le fondement de l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF (dans la mesure où les échanges d'actifs au bénéfice de Predica constituent des opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur la parité proposée) confirmant l'absence d'éléments connexes susceptibles de rompre l'égalité de traitement entre actionnaires. Cette mission a été étendue par le Conseil d'administration du 3 juin 2021 sur le fondement de l'article 261-1 I 2° du règlement général de l'AMF à raison de la conclusion éventuelle de contrats de liquidité par l'Initiateur avec les dirigeants.

Suivi des travaux de l'Expert Indépendant par le Comité ad hoc

Le Comité ad hoc a participé entre le mois d'avril et le mois de juin à des réunions de travail hebdomadaires ou bi-hebdomadaires, ainsi qu'à de nombreuses réunions avec les membres du cabinet Finexsi, dont Monsieur Olivier Peronnet, afin de suivre les travaux de l'Expert Indépendant dans le cadre des opérations

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

d'Offre, d'Asset Swap et de Rachat et s'assurer de l'avancement des travaux de l'Expert Indépendant, et s'assurer que celui-ci était en mesure de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes. En particulier, le Comité ad hoc s'est réuni par visioconférence:

- *le 7 avril 2021, le Comité ad hoc a, à cette occasion, constaté la complexité du projet d'Opération, comportant outre le projet d'Offre, plusieurs opérations connexes impliquant Predica (à savoir l'Asset Swap, le Rachat et l'Apport), impliquant que le Comité ad hoc fasse l'analyse à la fois de chacun des volets de l'Opération pris individuellement à l'aune de la réglementation lui étant applicable ainsi de l'Opération dans sa globalité, ces différents volets étant indissociables ; il a en conséquence décidé de retenir des conseils juridiques et financiers pour l'assister dans l'analyse de l'Opération et a ainsi recommandé la désignation de Natixis Partners comme conseil financier du Conseil d'administration et désigné le cabinet Bredin Prat comme son conseil juridique. Le Comité ad hoc a également confirmé sa recommandation au Conseil d'administration de nommer Finexsi en qualité d'Expert Indépendant. Le Comité ad hoc a enfin fait un point sur le rôle et les missions du Comité ad hoc et de l'Expert Indépendant et défini les règles d'organisation de ses travaux ;*
- *le 12 avril 2021, en présence notamment de l'Expert Indépendant, de Natixis Partners et des conseils juridiques du Comité ad hoc et de la Société, afin d'étudier le projet d'Opération et d'échanger sur la base d'une analyse préliminaire établie par Natixis Partners. Les membres du Comité ad hoc ont notamment examiné l'impact de chacun des volets de l'Opération sur la situation des actionnaires et des analyses relatives aux primes en ressortant pour les actionnaires de la Société ;*
- *le 14 avril 2021, en présence notamment de l'Expert Indépendant, de Natixis Partners et des conseils juridiques du Comité ad hoc et de la Société, afin d'échanger sur l'avancée des négociations entre la Société, l'Initiateur et Predica. Dans ce cadre, le Comité ad hoc a étudié les termes envisagés pour chaque volet de l'Opération et l'impact sur l'égalité de traitement des actionnaires dans le cadre de l'Opération ; en considération de ces aspects, les membres du Comité ad hoc ont à cette occasion décidé de se rapprocher de l'Initiateur pour solliciter une amélioration des termes de l'Offre proposée pour les actionnaires minoritaires ;*
- *le 19 et le 21 avril 2021, en présence notamment de l'Expert Indépendant, de Natixis Partners et des conseils juridiques du Comité ad hoc et de la Société, afin de suivre l'évolution de discussions concernant les termes de l'Offre à la suite des commentaires formulés par le Comité ad hoc auprès de l'Initiateur ;*
- *le 28 avril 2021, en présence notamment de l'Expert Indépendant, de Natixis Partners et des conseils juridiques du Comité ad hoc et de la Société ; le Comité ad hoc a constaté l'amélioration des termes financiers de l'Offre au bénéfice des actionnaires minoritaires intervenue à la suite des différents échanges et observations formulés par le Comité ad hoc auprès de l'Initiateur. Le Comité ad hoc a par ailleurs échangé sur l'avancement des travaux de l'Expert Indépendant concernant notamment l'analyse des opérations d'Asset Swap et de Rachat. À cette occasion, l'Expert Indépendant a indiqué qu'il avait assisté à diverses réunions avec les membres de la direction et avec l'Initiateur et qu'il s'était adjoint les services d'un expert immobilier ; l'Expert Indépendant a par ailleurs présenté au*

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Comité ad hoc ses conclusions préliminaires sur l'Opération et fait un point sur la documentation restant à revoir et notamment l'analyse des impacts fiscaux des opérations d'Asset Swap ;

- *le 3 et le 6 mai 2021, en présence notamment de l'Expert Indépendant, de Natixis Partners et des conseils juridiques du Comité ad hoc et de la Société, lors de laquelle l'équipe dirigeante de la Société a fait part de l'avancement des négociations entre la Société et Predica concernant les opérations d'Asset Swap et de Rachat et des éléments encore en cours de négociations ; le Comité ad hoc a notamment discuté les conditions suspensives de l'Opération et les termes envisagés du pacte d'associés relatifs aux actifs devant être mis en joint-venture avec Predica ; les membres du Comité ad hoc ont enfin échangé sur l'impact de ces éléments sur leur appréciation de l'Opération dans son ensemble ; ils ont par ailleurs évoqué le report du calendrier de l'Opération tel qu'initialement envisagé ;*
- *le 20 mai et le 2 juin 2021, en présence notamment de l'Expert Indépendant, de Natixis Partners et des conseils juridiques du Comité ad hoc et de la Société afin de préparer la réunion du Comité ad hoc appelée à se prononcer sur les opérations d'Asset Swap et de Rachat ;*
- *le 3 juin 2021, en présence notamment de l'Expert Indépendant, de Natixis Partners et des conseils juridiques du Comité ad hoc et de la Société, afin de se prononcer sur l'Asset Swap et le Rachat, après avoir pris connaissance (i) du projet de rapport relatif à l'Asset Swap et au Rachat établi par l'Expert Indépendant, (ii) du rapport de Natixis Partners sur l'Opération, (iii) de la version finalisée de la documentation juridique afférente à l'Opération (notamment la version finalisée du contrat de cession et d'échange relatif aux opérations d'Asset Swap et de Rachat, les projets de pacte d'associés et d'accord de liquidité et un résumé de la documentation juridique préparé par les conseils de la Société) et (iv) d'une note préparée par le cabinet Bredin Prat détaillant le cadre juridique de l'Opération au regard de la réglementation applicable. Le Comité ad hoc a examiné les conclusions de l'Expert Indépendant selon lesquelles ces opérations étaient équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, ne remettent pas en cause les équilibres financiers ou la capacité d'investissement de la Société et, s'agissant d'une composante d'une opération d'ensemble, ne sont pas de nature à remettre en cause le principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires. Sur la base des travaux de l'Expert Indépendant, le Comité ad hoc a recommandé au Conseil d'administration d'approuver la conclusion du contrat de cession et d'échange relatif aux opérations d'Asset Swap et de Rachat. Le Comité ad hoc a par ailleurs rappelé qu'il était prévu que l'Offre soit déposée par l'Initiateur et que l'Expert Indépendant remettrait un rapport définitif sur les conditions de l'Offre dans ce cadre. Ayant pris connaissance des observations préliminaires de l'Expert Indépendant, le Comité ad hoc a recommandé d'accueillir favorablement le principe de l'Offre, tout en précisant que la recommandation du Comité ad hoc en vue de l'établissement de l'avis motivé du Conseil d'administration n'interviendrait qu'après réception du rapport définitif de l'Expert Indépendant ;*
- *le 24 juin 2021, en présence de Natixis Partners et du cabinet Bredin Prat, afin de discuter de certains aspects techniques relatifs à l'Offre et notamment du calendrier et des prochaines étapes ;*

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

- le 5 juillet 2021, en présence notamment de l'Expert Indépendant, de Natixis Partners et des conseils juridiques du Comité ad hoc et de la Société, afin d'échanger avec l'Expert Indépendant sur la base du projet de rapport établi par celui-ci. Les membres du Comité ad hoc ont notamment pu prendre connaissance de la description des méthodes utilisées pour la valorisation des titres de la Société et de l'Initiateur et des conclusions des travaux de valorisation. Le Comité ad hoc a pu constater qu'en l'état des travaux de l'Expert Indépendant, le prix d'Offre faisait ressortir une prime significative par rapport aux valorisations de la Société résultant des différentes méthodes utilisées. Le Comité ad hoc a par ailleurs échangé au sujet du plan d'affaires de la Société et rappelé que la Société ne communique pas sur des données prévisionnelles. Les membres du Comité ad hoc ont également échangé sur les termes que pourrait prendre leur recommandation en vue de l'avis motivé ;
- le 7 juillet 2021, en présence de l'Expert Indépendant, Natixis Partners et du cabinet Bredin Prat, dans le cadre d'une session de travail sur la recommandation du Comité ad hoc en vue de l'avis motivé ; et
- le 8 juillet 2021, afin d'échanger sur les conclusions définitives de l'Expert Indépendant, suite à la communication le 8 juillet 2021 du rapport final de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre sur le fondement de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF. Le Comité ad hoc a, dans ce cadre, finalisé ses recommandations au Conseil d'administration relativement à son avis sur l'Offre.

Le Comité ad hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes. Le Comité ad hoc indique ne pas avoir connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Le Comité ad hoc s'est également assuré que le plan d'affaires 2021-2025 présenté à l'expert indépendant avait été approuvé par le Conseil d'administration le 13 novembre 2020 et traduit au moment de l'Offre, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société étant précisé que la Société ne communique pas sur des données prévisionnelles. Le Comité ad hoc a également relevé que l'Expert Indépendant a analysé ce plan d'affaires à l'aune des retraitements concernant l'évolution du périmètre du groupe et les conséquences de la distribution du dividende au titre des plus-values constatées lors de la cession par la Société d'une quote-part des sociétés portant les actifs cédés à Predica.

Travaux et conclusions du rapport de l'Expert Indépendant

À l'issue des échanges entre le Comité ad hoc et l'Expert Indépendant, tels que rappelés ci-dessus, le cabinet Finexsi a remis son rapport au Conseil d'administration de la Société le 8 juillet 2021.

Monsieur Olivier Peronnet résume les conclusions du rapport remis par le cabinet Finexsi. Les caractéristiques de l'Offre ci-dessous sont rappelées, ces éléments ayant notamment été pris en compte par l'Expert Indépendant pour l'établissement de son rapport et par le Comité ad hoc pour établir sa recommandation :

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

- *l'Initiateur détient ce jour 38.018.307 actions et droits de votes théoriques de la Société, représentant 81,71% du capital et des droits de votes théoriques (sur la base du capital social de la Société au 31 mai 2021) ;*
- *l'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre serait fixée à 15 jours de négociation ;*
- *l'Offre vise la totalité des actions de la Société d'ores et déjà émises et non détenues par l'Initiateur, à l'exception des 5.992.903 actions que Predica s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre, soit à la date des présentes un nombre maximum de 2.517.764 actions de la Société ;*
- *dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur propose aux actionnaires de la Société d'acquérir les actions qu'ils détiennent en contrepartie, pour une action de la Société (coupon détaché), d'une somme en numéraire de 46,66 euros et de 5 actions ordinaires nouvelles Colonial à émettre (coupon détaché) ;*
- *l'Initiateur a précisé que le projet d'Offre était soumis à la condition de l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de l'Initiateur de la résolution relative à l'augmentation de capital permettant l'émission des actions ordinaires nouvelles Colonial à remettre dans le cadre de l'Offre, conformément à l'article 231-12 du règlement général de l'AMF. L'assemblée générale des actionnaires de Colonial a approuvé la résolution relative à cette augmentation de capital le 28 juin 2021 ;*
- *le 3 juin 2021, après approbation des organes sociaux compétents de l'Initiateur et de la Société, (i) l'Initiateur a conclu avec Predica un contrat d'apport en nature relatif à l'Apport soumis au droit espagnol et (ii) la Société a conclu un contrat d'échange et de cession relatif à l'Asset Swap soumis au droit français. Ces opérations sont détaillées dans le Projet de Note d'Information mis à la disposition des membres du Conseil d'administration ;*
- *l'Initiateur a indiqué que dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur ne demandera pas la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire ; et*
- *les intentions de l'Initiateur sont décrites dans le Projet de Note d'Information mis à la disposition des membres du Conseil d'administration.*

L'Expert Indépendant résume les conclusions de son rapport :

- *« les modalités financières de l'Offre ont été déterminées sur la base du critère de l'ANR EPRA NDV de la Société et de Colonial, lequel constitue la référence privilégiée de valorisation des sociétés foncières. La valeur de participation des actionnaires de la Société ressort selon ce critère inchangé ;*

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

- *par ailleurs, l'actionnaire de la Société qui apportera ses titres à l'Offre recevra des titres Colonial (i) substantiellement plus liquides, (ii) qui lui permettront de rester exposé au même segment d'activité (i.e. foncière de bureaux prime), (iii) et dont le cours de bourse présente une décote sur ANR moindre ;*
- *dans ce contexte, l'Offre extériorise pour l'actionnaire de la Société une prime de 43,8% sur la base du cours de bourse de la Société et de l'Initiateur au 3 juin 2021 et de 43,6% sur la base des cours moyens pondérés par les volumes 60 jours calculés à cette même date ;*
- *enfin, les conditions proposées pour l'Offre permettent une relation en termes de résultat net par action en supposant, pour effectuer ce calcul, le réinvestissement en actions Colonial du montant perçu en numéraire et la réalisation des résultats nets ressortant des prévisions;*
- *concernant ensuite les opérations d'Asset Swap, de Rachat et l'Apport, qui sont des accords connexes à l'Offre :*
 - *pour chacune de ces opérations, les conditions offertes à Predica le sont sur la base du critère ANR EPRA NDV, retenu également dans le cadre de l'Offre, ce qui permet d'assurer le principe de l'égalité de traitement des actionnaires ;*
 - *dans le cadre de l'approbation de l'Asset Swap en tant que convention réglementée, l'Expert Indépendant a conclu dans le rapport remis aux administrateurs indépendants de la Société le 3 juin 2021 que l'Asset Swap était équitable d'un point de vue financier et ne remettant pas en cause l'égalité entre actionnaires ;*
- *l'Expert Indépendant a également conclu que les termes du mécanisme de liquidité proposé aux bénéficiaires d'actions gratuites n'étaient pas de nature à introduire une différence de traitement entre les différentes catégories d'actionnaires ;*
- *À l'issue des travaux de l'Expert Indépendant et sur la base des constats rappelés ci-dessus, les conditions proposées dans le cadre de l'Offre telle qu'initée par Colonial sur les actions de la Société sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société ».*

L'Expert Indépendant fait également le constat de l'absence de question ou observation d'actionnaires.

Le 8 juillet 2021, le Comité ad hoc a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration au regard du rapport de l'Expert Indépendant.

Recommandations du Comité ad hoc

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société (stratégie et politique industrielle, commerciale et financière)*

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Le Comité ad hoc constate que :

- *l'Offre s'inscrit dans un projet global de rationalisation de l'actionnariat de la Société et d'accroissement de la participation détenue par l'Initiateur au capital de la Société, consistant, d'une part, en le dépôt par l'Initiateur de l'Offre et, d'autre part, en une sortie de Predica du capital de la Société par l'intermédiaire des opérations d'Apport, d'Asset Swap et de Rachat ;*
- *l'Offre vise également, ensemble avec les opérations d'Apport et d'Asset Swap, à renouveler le partenariat long-terme entre la Société et Predica sur un périmètre d'actifs élargi, et s'inscrit dans une logique de continuité, consistant à maintenir au niveau de la Société une stratégie inchangée (stratégie « total return » - rendement et création de valeur – axée sur les actifs de bureau prime dans le quartier central d'affaires de Paris) ;*
- *l'Initiateur a indiqué que la Société maintiendra son exposition économique actuelle inchangée ainsi que son contrôle sur l'ensemble de ses actifs et de son portefeuille ;*
- *l'Initiateur contrôle déjà la Société, qu'il détient à 81,71% du capital et des droits de vote théoriques ;*
- *l'Initiateur n'envisage pas de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire visant les actions SFL au cours des douze prochains mois ;*
- *les intentions de l'Initiateur telles que décrites dans le Projet de Note d'Information, sont notamment les suivantes :*
 - o *en matière de stratégie (politique, industrielle, commerciale et financière), l'Initiateur a indiqué soutenir la stratégie actuelle de la Société et n'entend pas modifier l'activité, la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des 12 prochains mois. En particulier, il n'est pas envisagé de modifier l'objet social de la Société ;*
 - o *en matière de composition du Conseil d'administration, l'Initiateur a indiqué que concomitamment et sous condition de la réalisation de l'Asset Swap et de l'Apport, les deux administrateurs élus par Predica se sont engagés à démissionner de leur mandat de membre du Conseil d'administration de la Société ;*
 - o *en matière de dividendes, l'Initiateur a indiqué que la politique de distribution des dividendes continuera d'être déterminée par les organes sociaux de la Société, en fonction des résultats, de sa capacité financière et de ses besoins de financement, dans le respect des obligations légales et statutaires et de son statut de SIIC. Le Comité ad hoc relève que, à la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur entend poursuivre une politique de distribution de dividendes en proportion du Résultat Net Récurrent par action ;*

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

- *en matière de synergies, l'Initiateur n'anticipe pas de synergies significatives de coûts ni de résultats ;*
- *en matière de fusion ou intégration, l'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec la Société au cours des douze prochains mois, et se réserve la possibilité de procéder à d'autres opérations de réorganisation juridique ; et*
- *l'Initiateur n'envisage pas de demander à Euronext Paris la radiation des actions SFL du marché Euronext Paris.*

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité ad hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

- *S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires minoritaires*

Le Comité ad hoc constate que l'Initiateur propose d'acquérir, les actions de la Société visées par l'Offre en contrepartie, pour une action de la Société (coupon détaché) apportée à l'Offre :

- *d'une somme en numéraire de 46,66 euros ; et*
- *de 5 actions ordinaires nouvelles Colonial à émettre (coupon détaché).*

L'Initiateur propose par ailleurs aux bénéficiaires des actions de performance indisponibles, en période d'acquisition ou soumises à une période de conservation ou de conservation renforcée, le cas échéant, la conclusion de contrats de liquidité aux termes desquelles l'Initiateur s'engagera à offrir aux bénéficiaires de ces actions de performance des conditions de rachat de leurs actions identiques à celles offertes aux actionnaires de la Société au titre de l'Offre.

Le Comité ad hoc a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix d'Offre établis par l'établissement présentateur de l'Offre, du rapport de l'Expert Indépendant.

Le Comité ad hoc relève notamment que :

- *l'Offre comporte une composante en numéraire et permet aux actionnaires de la Société de bénéficier d'une prime significative par rapport au cours de bourse appliqué pour l'action de la Société ou l'action Colonial, quelle que soit la référence de cours retenue, cette prime étant de 43,8% sur la base du cours de bourse de la Société et de Colonial au 3 juin 2021, (soit le dernier jour pour lequel le cours n'est pas affecté par l'annonce de l'Offre) ;*
- *dans la mesure où les actions Colonial remises en échange dans le cadre de l'Offre sont des titres liquides admis aux négociations sur le marché réglementé de Madrid et Barcelone, l'Offre ne comporte pas d'option en numéraire ;*
- *l'Offre permet aux actionnaires de la Société de devenir actionnaires de l'Initiateur et dans ce cadre :*

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

- *de bénéficier d'une liquidité substantiellement accrue (le titre Colonial étant significativement plus liquide que le titre de la Société) ;*
 - *de bénéficier d'une différence de décote favorable entre les titres échangés, la décote de l'ANR EPRA NDV par rapport au cours de bourse étant moindre pour l'action Colonial que pour l'action de la Société. Le niveau de décote actuel de Colonial étant par ailleurs supérieur à son niveau historique, l'actionnaire de la Société qui aurait apporté ses actions à l'Offre pourrait également voir la valeur de sa participation dans Colonial s'apprécier si la décote devait se réduire davantage ;*
 - *de conserver la valeur du patrimoine détenu avant et après l'Offre, la valeur de l'action de la Société étant, selon le critère d'ANR EPRA NDV retenu dans le cadre de l'Offre, égale à la contrepartie reçue dans le cadre de l'Offre ;*
 - *de diversifier leur exposition économique tout en leur permettant de profiter du profil et des perspectives de Colonial dont la stratégie et le profil financier sont similaires à ceux de la Société et d'investir dans un leader pan-européen du prime office ; et*
 - *de conserver leur exposition dans une SOCIMI (équivalent d'une SIIC en Espagne) soumise à des obligations de distribution comparables à celles d'une SIIC.) ;*
- *l'Offre permet aux actionnaires minoritaires de la Société de bénéficier d'un important effet relatif net sur le résultat par action (sur la base du résultat net prévisionnel par action de la Société et de la quote-part du résultat net de l'Initiateur auquel aura droit l'actionnaire qui apportera une action de la Société à l'Offre), ce caractère relatif augmentant avec le temps ; et*
- *concernant par ailleurs, les accords connexes à l'Offre, il ressort des rapports de l'Expert Indépendant(i) que les opérations d'Asset Swap et de Rachat sont conformes à l'intérêt social de la Société, puisqu'elles ne modifient pas sa stratégie concernant la gestion de son portefeuille d'actifs et préservent sa capacité d'investissement, (ii) que ces opérations sont réalisées sur la base de l'ANR EPRA NDV dividende détaché, critère le plus pertinent pour apprécier la juste valeur des actifs immobiliers concernés et qui est également l'indicateur retenu dans le cadre de l'Offre, cette unicité dans l'approche de valorisation pour tous les actionnaires de la Société étant structurante dans l'appréciation de l'équité et du respect du principe d'égalité, et (iii) que ces opérations ne sont pas de nature à remettre en cause les équilibres financiers et les capacités d'investissement de la Société pour de nouveaux projets et, s'agissant d'une composante d'une opération d'ensemble, ne sont pas de nature à remettre en cause le principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires ;*
- *l'Offre n'étant pas appelée à être suivie par un retrait obligatoire, les actionnaires qui ne souhaiteraient pas apporter leurs titres pourront rester investis dans une société dont le profil financier ne sera pas significativement modifié.*

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Le Comité ad hoc constate, qu'aux termes du rapport établi par le cabinet Finexsi et de l'analyse multicritères suivie par l'Expert Indépendant, les conditions proposées dans le cadre de l'Offre telle qu'initée par Colonial sur les actions de la Société sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

Le Comité ad hoc constate par conséquent que l'Offre présente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate à des conditions considérées comme équitables par l'Expert Indépendant.

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés*

Le Comité ad hoc constate qu'en matière d'emploi, l'Offre s'inscrit dans une stratégie de poursuite et de développement de l'activité de la Société et n'aura pas d'impact négatif en matière d'emploi au sein de la Société.

Le Comité ad hoc note par ailleurs que l'Initiateur a indiqué ne pas envisager de fusionner avec la Société au cours des douze prochains mois, tout en se réservant la possibilité de procéder à d'autres opérations de réorganisation juridique.

Le Comité ad hoc considère que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidences spécifiques en matière d'emploi.

Au vu de l'ensemble des éléments ci-dessus et connaissance prise des travaux de ses conseils et de l'Expert Indépendant, le Comité ad hoc, à l'unanimité de ses membres :

- *relève que les termes de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;*
- *présente au Conseil d'administration le projet d'avis motivé ;*
- *recommande au Conseil d'administration de la Société de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs titres à l'Offre.*

Avis du Conseil d'administration

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent. Le Président demande notamment aux membres du Conseil d'administration leurs intentions d'apport ou non des actions SFL qu'ils détiennent à l'Offre (sous réserve, pour les administrateurs bénéficiant d'actions gratuites, des actions indisponibles).

Les administrateurs présents et actionnaires font part au Conseil d'administration de leur intention d'apporter leurs actions à l'Offre, à l'exception, pour les administrateurs bénéficiant d'actions gratuites, le cas échéant, des actions indisponibles. Par ailleurs, il est précisé que Monsieur Jean-Jacques Duchamp détient 25 actions qui lui ont été affectées par Predica au titre de son mandat d'administrateur de SFL. Ces 25 actions seront restituées par Monsieur Jean-Jacques Duchamp à Predica dans le cadre de la démission

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

de ses fonctions d'administrateur de SFL et sont visées par le Contrat d'Apport et le Contrat d'Asset Swap (tels que ces termes sont définis dans la section 1.2.2 du Projet de Note en Réponse).

Après discussion sur le projet d'Offre, le Conseil d'administration, à l'unanimité, étant précisé que (i) les administrateurs représentant Predica ne participent pas aux débats et ne prennent pas part au vote pour éviter tout potentiel conflit d'intérêts résultant de l'articulation entre l'Offre et les opérations d'Asset Swap et de Rachat et (ii) les administrateurs représentant Colonial, pour éviter tout potentiel conflit d'intérêts voteront conformément aux recommandations émises par le Comité ad hoc afin de permettre de réunir le quorum nécessaire pour la validité des délibérations du Conseil d'administration :

Prend acte :

- *des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le Projet de Note d'Information ;*
- *des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le Projet de Note d'Information ;*
- *des éléments de valorisation préparés par Morgan Stanley tels que figurant dans le Projet de Note d'Information ;*
- *des travaux et recommandations du Comité ad hoc et de l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre ;*
- *des conclusions de l'Expert Indépendant qui conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires ; et*
- *de l'intention de l'ensemble des administrateurs actionnaires, à l'exception de Monsieur Jean-Jacques Duchamp, d'apporter à l'Offre l'intégralité des actions de la Société qu'ils détiennent (et à l'exception, pour les administrateurs bénéficiant d'actions gratuites, le cas échéant, des actions indisponibles),*
- *approuve, sans y apporter aucune modification, le projet d'avis motivé tel qu'arrêté par le Comité ad hoc ;*
- *considère en conséquence, que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts :*
 - o *de la Société, notamment dans la mesure où la Société est d'ores et déjà contrôlée par l'Initiateur qui n'entend pas modifier l'activité, la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière ;*
 - o *de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'Initiateur est considéré comme équitable par l'Expert Indépendant ; et*

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

- *de ses salariés, puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi ; et*
- *recommande aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre,*

en conséquence de ce qui précède :

- *décide que les 111.795 actions auto-détenues par la Société à la date des présentes ne seront pas apportées à l'Offre, ces actions ayant vocation à servir les plans d'actions gratuites mis en place par la Société ;*
- *approuve le Projet de Note en Réponse tel qu'il lui a été transmis ;*
- *approuve la diffusion du communiqué de presse normé comprenant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse (en ce compris, notamment, l'avis motivé du Conseil d'administration et les conclusions de l'attestation de l'Expert Indépendant), en application des dispositions de l'article 231-26, II du règlement général de l'AMF ;*
- *approuve la diffusion d'un communiqué de presse informant le marché de l'avis motivé émis ce jour par le Conseil d'administration ; et*

donne tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix à l'effet de (i) finaliser, signer et déposer auprès de l'AMF le Projet de Note en Réponse et toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre, notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société, (ii) signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre et (iii) plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, en ce compris tout communiqué de presse ou toute demande de suspension de la cotation sur Euronext Paris. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

L'extrait du procès-verbal concernant les intentions des membres du Conseil d'administration est reproduit ci-dessous :

« Les administrateurs présents et actionnaires font part au Conseil d'administration de leur intention d'apporter leurs actions à l'Offre, à l'exception, pour les administrateurs bénéficiant d'actions gratuites, le cas échéant, des actions indisponibles. Par ailleurs, il est précisé que Monsieur Jean-Jacques Duchamp détient 25 actions qui lui ont été affectées par Predica au titre de son mandat d'administrateur de SFL. Ces 25 actions seront restituées par Monsieur Jean-Jacques Duchamp à Predica dans le cadre de la démission de ses fonctions d'administrateur de SFL et sont visées par le Contrat d'Apport et le Contrat d'Asset Swap (tels que ces termes sont définis dans la section 1.2.2 du Projet de Note en Réponse). »

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTODETENUES

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société détient 111.795 actions SFL.

Le Conseil d'administration, dans sa séance du 8 juillet 2021, a décidé de ne pas apporter ces actions SFL à l'Offre, ces actions ayant vocation à servir les plans d'actions gratuites mis en place par la Société.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Finexsi en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

La conclusion du rapport de l'Expert Indépendant en date du 8 juillet 2021 est reproduite ci-après :

« Notre mission d'Expert Indépendant, désigné par le Conseil d'administration de SFL sur les fondements de l'article 261-1 alinéas 1, 2 et 4 du Règlement Général de l'AMF, intervient dans le cadre d'une Offre Mixte sur les titres SFL initiée par son actionnaire de contrôle COLONIAL, et destinée à en rationaliser l'actionnariat.

Cette Offre Mixte permettra aux actionnaires qui le souhaitent d'apporter à COLONIAL leurs actions SFL en contrepartie d'une rémunération unitaire (coupon détaché) de 46,66 euros en numéraire et de 5 actions COLONIAL nouvelles à émettre (dividende détaché).

Les modalités financières de cette Offre ont été déterminées sur la base du critère de l'ANR EPRA NDV des deux sociétés, lequel constitue la référence privilégiée de valorisation des sociétés foncières. La valeur de la participation de l'actionnaire de SFL ressort, selon ce critère, inchangée.

Par ailleurs, l'actionnaire SFL qui apportera ses titres à l'Offre recevra des titres COLONIAL (i) substantiellement plus liquides (ii) qui lui permettront de rester exposé au même segment d'activité (i.e. foncière de bureaux prime) et en particulier au patrimoine de SFL, celui-ci représentant 60% du patrimoine de COLONIAL, (iii) et dont le cours de bourse présente une décote sur ANR moindre.

Dans ce contexte, l'Offre Mixte extériorise pour l'actionnaire de SFL une prime de 43,8% sur la base du cours de bourse des sociétés SFL et COLONIAL au 3 juin 2021 et de 43,6% sur la base des cours moyens pondérés par les volumes 60 jours calculés à cette même date.

Enfin, les conditions proposées pour l'Offre Mixte permettent une relation en termes de résultat net par action en supposant, pour effectuer ce calcul, le réinvestissement en actions COLONIAL du montant perçu en numéraire et la réalisation des résultats nets ressortant des prévisions.

Par ailleurs, l'Offre est ouverte à l'ensemble des actionnaires minoritaires de SFL, à l'exception de PREDICA qui détient 12,88% du capital et qui a pris l'engagement de ne pas apporter ses 5 992 903 actions SFL à l'Offre, lesquels seront cédés pour partie à SFL et apportés à COLONIAL pour

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

le solde dans le cadre d'opérations conclues entre ces différentes sociétés, tels que décrits ci-avant et ayant fait l'objet d'un rapport spécifique par nos soins

Ces opérations prennent la forme (i) d'un échange d'actifs entre SFL et PREDICA concernant des joint-ventures existantes et à créer et d'un rachat par SFL de ses propres titres (l'Asset Swap) et (ii) d'un apport de titres SFL à COLONIAL (l'Apport) et constituent des accords connexes à l'Offre et juridiquement liées à celles-ci.

- *Pour chacune d'elle, les conditions offertes à PREDICA ont été déterminées sur la base du critère de l'ANR EPRA NDV, retenu également dans le cadre de l'Offre Mixte, ce qui permet d'assurer le principe de l'égalité de traitement des actionnaires ;*
- *L'Asset Swap constitue une convention réglementée pour laquelle nous avons été désignés, sur une base volontaire, en tant qu'Expert Indépendant par le conseil d'administration de SFL. Il s'accompagne d'un pacte d'actionnaires pour chaque nouvelle joint-venture et d'un accord de liquidité couvrant l'ensemble de ces partenariats ;*
- *Nous avons conclu sur leur caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de SFL dans un rapport remis aux administrateurs indépendants de SFL le 3 juin 2021. La partie Synthèse et Conclusion dudit rapport est reprise en Annexe 3 du présent rapport.*

Nous avons également conclu que les termes du mécanisme de liquidité proposé aux bénéficiaires d'actions gratuites n'étaient pas de nature à introduire une différence de traitement entre différentes catégories d'actionnaires.

A l'issue de nos travaux et sur la base des constats rappelés ci-dessus, les conditions proposées dans le cadre de l'Offre Mixte telle qu'initiée par COLONIAL sur les actions SFL sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de SFL. »

Le rapport de l'Expert Indépendant est reproduit en Annexe du présent Projet de Note en Réponse.

6. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure du capital de la Société

À la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 93.057.948 euros, divisé en 46.528.974 actions ordinaires de deux (2) euros de valeur nominale chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

À la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions et de droits de vote théoriques⁶	% du capital et des droits de vote théoriques	% des droits de vote effectifs
Colonial	38.018.307	81,71%	81,91%
Predica	5.992.903	12,88%	12,91%
Autres filiales du Groupe Crédit Agricole ⁷	132.287	0,28%	0,28%
Sous-total Groupe Crédit Agricole	6.125.190	13,16%	13,20%
Flottant	2.273.682	4,89%	4,90%
Auto-détention SFL	111.795	0,24%	-
Total	46.528.974	100%	100%

Les caractéristiques des instruments financiers pouvant donner accès immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société ainsi que leur traitement dans le cadre de l'Offre sont décrits à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

6.2.1 Les restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Obligation de déclaration en matière de franchissement de seuils

En application de l'article 10, IV des statuts de la Société, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui viendrait à détenir directement ou indirectement, au sens des articles L.233-7 et suivants du Code de commerce, un nombre d'actions, de droits de vote ou de titres émis en représentation d'actions correspondant à 2% du capital ou des droits de vote de la Société, est tenue, dans les cinq jours de bourse à compter de l'inscription des titres qui lui permettent d'atteindre ou de franchir ce seuil, de déclarer à la Société par lettre recommandée avec avis de réception, le nombre total d'actions, de droits de vote et de

⁶ Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

Il n'y a pas de droits de vote double et les actions sont toutes de même catégorie ; les actions auto-détenues sont privées du droit de vote.

⁷ La Médicale / CA Life Greece / CAA / CACI / CALIE Lux / PACIFICA / SPIRICA.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

titres donnant accès au capital qu'elle possède. Cette déclaration doit être renouvelée chaque fois qu'un nouveau seuil de 2% est atteint ou franchi, à la hausse comme à la baisse, quelle qu'en soit la raison, et ce y compris au-delà du seuil de 5%.

En cas d'inobservation des dispositions ci-dessus, le ou les actionnaires concernés sont, dans les conditions et limites fixées par la loi, privés du droit de vote afférent aux titres dépassant les seuils soumis à la déclaration, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 2% du capital ou des droits de vote en font la demande lors de l'assemblée générale.

Transfert d'Actions

Aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société.

Droits de vote double

Les actions de la Société ne bénéficient pas d'un droit de vote double conformément à l'article L. 22-10-46 du Code de commerce.

6.2.2 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice des droits de vote

À la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accords signés entre actionnaires qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote.

6.3 Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société

À l'exception du contrat d'Apport et du contrat d'Asset Swap, tels que décrits à la Section 1.2.2, à la date du Projet de Note en Réponse, et à la connaissance de la Société, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

6.4 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

À la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme indiqué à la section 6.1 ci-dessus.

Depuis le 1^{er} janvier 2021, et à la connaissance de la Société, aucun franchissement de seuil légal ou statutaire n'a été franchi.

6.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

À la connaissance de la Société, il n'existe pas à la date du Projet de Note en Réponse de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

6.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Les droits de vote attachés aux actions de la Société détenues par le personnel au travers du FCPE « Actions SFL » sont exercés par un représentant mandaté par le conseil de surveillance du FCPE à l'effet de le représenter à l'assemblée générale.

À la date du Projet de Note en Réponse, le FCPE détient 6.466 actions.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 15 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois membres au moins et de seize au plus.

La durée du mandat des administrateurs est fixée à trois ans, à l'exception des administrateurs ayant 70 ans révolus le jour de leur nomination ou de leur renouvellement, la durée du mandat étant alors d'un an. Les fonctions prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat de l'administrateur considéré.

Les administrateurs sont rééligibles. Cependant, le nombre d'administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne peut être supérieur au tiers des administrateurs en fonction. En cas de dépassement de ce pourcentage et à concurrence du nombre excédentaire, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs administrateurs, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Les nominations faites par le Conseil d'administration sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire ; en cas de non ratification, les décisions prises et les actes accomplis antérieurement par le Conseil d'administration n'en demeurent pas moins valables. Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur à trois, l'assemblée générale doit être convoquée immédiatement par les administrateurs restants, à l'effet de compléter l'effectif du Conseil d'administration. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps qui reste à courir du mandat de son prédécesseur.

Le Conseil d'administration peut nommer des censeurs choisis parmi les actionnaires personnes physiques, sans que leur nombre ne puisse être supérieur à quatre. La durée des mandats des censeurs est fixée à trois ans, à l'exception des censeurs ayant 70 ans révolus le jour de leur nomination ou de leur renouvellement, la durée du mandat étant alors d'un an.

6.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Les règles applicables à la modification des statuts de la Société sont celles prévues par la loi et les règlements en vigueur.

6.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions

Conformément à l'article 19 des statuts de la Société, le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre, conformément à son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans les limites de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations, les affaires qui la concernent.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du Conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances.

Le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Le Conseil d'administration exerce enfin les pouvoirs spéciaux qui lui sont conférés par la loi.

L'article 18 des statuts de la Société prévoit que pour la validité des délibérations du Conseil, le nombre des membres présents doit être au moins égal à la moitié des membres. Les décisions du Conseil d'administration sont prises à la majorité simple des voix ; en cas de partage des voix, celle du président est prépondérante.

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi, les règlements en vigueur et les statuts de la Société, le Conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat d'actions, dont le détail est précisé ci-après :

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
15 avril 2021 (14 ^{ème} résolution à caractère ordinaire)	Autorisation à conférer au Conseil d'administration à l'effet de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de	18 mois (15 octobre 2022)	10% du capital social existant à la date de l'assemblée	1.478 ⁸⁹

⁸Dans le cadre du contrat de liquidité confié par la Société à Rothschild Martin Maurel, celle-ci a acquis depuis le 15 avril 2021 1.478 actions.

⁹ Etant précisé que cette autorisation sera utilisée dans le cadre du rachat (suivi de leur annulation) à Predica de 3.664.259 actions SFL tel que décrit à la Section 1.2.2 du Projet de Note en Réponse.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
	l'article L.22-10-62 du Code de commerce			
15 avril 2021 (1 ^{ère} résolution à caractère extraordinaire)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires à émettre immédiatement ou à terme par la Société, avec maintien du droit préférentiel de souscription	26 mois (15 juin 2023)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 100 millions d'euros ⁽¹⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 2 milliards d'euros ⁽²⁾	Néant
15 avril 2021 (2 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires à émettre immédiatement ou à terme par la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, dans le cadre d'une offre au public, à l'exclusion des offres visées au 1 ^o de l'article L.411-2 du	26 mois (15 juin 2023)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 100 millions d'euros ⁽¹⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 2 milliards d'euros ⁽²⁾	Néant

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
	Code monétaire et financier			
15 avril 2021 (3 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires à émettre immédiatement ou à terme par la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, par une offre visée au 1 ^o de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier	26 mois (15 juin 2023)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 100 millions d'euros, dans la limite de 20% du capital par période de 12 mois ⁽¹⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 2 milliards d'euros ⁽²⁾	Néant
15 avril 2021 (4 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Autorisation au Conseil d'administration en cas d'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires, par offre au public, à l'exclusion des offres visées au 1 ^o de l'article L.411-2 du Code monétaire et	26 mois (15 juin 2023)	10% du capital existant à la date de l'Assemblée Générale, par période de 12 mois ⁽¹⁾⁽³⁾	Néant

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
	financier, ou par offre visée au 1° de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier, de fixer le prix d'émission selon les modalités fixées par l'Assemblée Générale			
15 avril 2021 (5 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Autorisation au Conseil d'administration, en cas d'augmentation de capital avec ou sans suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'augmenter le nombre de titres à émettre	26 mois (15 juin 2023)	15% de l'émission initiale ⁽¹⁾	Néant
15 avril 2021 (6 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires à émettre, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société, durée de la délégation	26 mois (15 juin 2023)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 100 millions d'euros ^{(1) (3)} Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 2 milliards d'euros ⁽²⁾	Néant
15 avril 2021	Délégation de pouvoirs à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières	26 mois (15 juin 2023)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 10% du	Néant

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
(7 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	donnant accès à des actions ordinaires à émettre, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, hors le cas d'une offre publique d'échange initiée par la Société		capital de la Société, à quelque moment que ce soit ⁽¹⁾ Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 2 milliards d'euros ⁽²⁾	
15 avril 2021 (9 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la Société par incorporation de réserves, bénéfices ou primes	26 mois (15 juin 2023)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 25 millions d'euros	Néant
15 avril 2021 (10 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Autorisation au Conseil d'administration à l'effet d'attribuer gratuitement des actions ordinaires de la Société aux salariés et mandataires sociaux éligibles de SFL et/ou de ses filiales, avec renonciation au droit préférentiel de souscription des actionnaires	38 mois (15 juin 2024)	1% du capital de la Société à la date de l'Assemblée, sans que le nombre total pouvant être attribué aux mandataires sociaux n'excède 0,5% du capital de la Société	Néant

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
15 avril 2021 (11 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Autorisation au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions auto-détenues, dans le cadre du dispositif de l'article L.22-10-62 du Code de commerce	18 mois (15 octobre 2022)	10% du capital social de la Société par période de vingt-quatre mois	Néant ¹⁰
15 avril 2021 (12 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet de procéder à des augmentations de capital réservées aux salariés adhérant à un plan d'épargne d'entreprise, sans droit préférentiel de souscription	26 mois (15 juin 2023)	Montant nominal maximum des augmentations de capital : 500 000 euros	Néant
3 avril 2020 (7 ^{ème} résolution à caractère extraordinaire)	Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de consentir des options de souscription et/ou d'achat d'actions aux salariés et mandataires sociaux de la Société, renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription, (durée de	38 mois (3 juin 2023)	3% du capital existant à la date de l'Assemblée Générale	Néant

¹⁰ Etant précisé que cette autorisation sera utilisée dans le cadre du rachat (suivi de leur annulation) à Prédica de 3.664.259 actions SFL tel que décrit à la Section 1.2.2 du Projet de Note en Réponse.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
	l'autorisation, plafond, prix d'exercice, durée maximale de l'option)			

⁽¹⁾ Montant nominal maximum des augmentations de capital de 100 000 000 d'euros (commun entre les 1^{ère} à 7^{ème} résolutions extraordinaires de l'Assemblée Générale du 15 avril 2021), étant précisé qu'à ce montant nominal, s'ajoutera éventuellement, le montant nominal des actions ordinaires de la Société à émettre au titre des ajustements effectués pour protéger les titulaires de droits attachés aux valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires.

⁽²⁾ Montant commun à l'ensemble des titres de créance dont l'émission est prévue par les 1^{ère} à 3^{ème}, 6^{ème} et 7^{ème} résolutions extraordinaires de l'Assemblée Générale du 15 avril 2021.

⁽³⁾ Le montant nominal total des augmentations de capital s'impute sur le plafond des 2^{ème} et 3^{ème} résolutions extraordinaires de l'Assemblée Générale du 15 avril 2021.

6.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

À la connaissance de la Société, les accords suivants contiennent des dispositions spécifiques susceptibles d'avoir une incidence en cas de changement de contrôle de la Société :

- Le pacte d'associés conclu le 1^{er} décembre 2000 entre la Société et Predica relatif à la SCI Washington dont la société détient 66% du capital et des droits de vote, prévoit qu'en cas de changement de contrôle de la Société ou de Predica, le coassocié de SCI Washington a la faculté (i) soit d'agréer le changement de contrôle, (ii) soit de racheter la totalité des parts sociales et de la créance en compte courant d'associé de l'autre associé, (iii) soit de céder à l'autre associé la totalité de ses parts sociales et de la créance en compte courant d'associé, moyennant un prix représentant la valeur de marché des actifs sous-jacents déterminé, en l'absence d'accord des parties, à dire d'expert.
- Le pacte d'associés conclu le 26 décembre 2012 entre la Société et Predica relatif à la société Parholding dont la société détient 50% du capital et des droits de vote, prévoit qu'en cas de changement de contrôle de la Société ou de Predica, le coassocié de la société Parholding a la faculté (i) soit d'agréer le changement de contrôle, (ii) soit d'acquérir la totalité des parts sociales et de la créance en compte courant d'associé de l'autre associé, (iii) soit de céder à l'autre associé la totalité de ses parts sociales et de la créance en compte courant d'associé, moyennant un prix représentant la valeur de marché des actifs sous-jacents déterminé, en l'absence d'accord des parties, à dire d'expert.

Ces pactes d'associés existants au niveau de SCI Washington et Parholding seront résiliés à la date de réalisation de l'Asset Swap et du Contrat d'Apport.

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique

Le Conseil d'administration du 9 février 2004 a décidé l'insertion de clauses particulières dans les contrats de travail des cadres supérieurs membres du Comité de Direction de la Société. Ces clauses prévoient en cas (i) de licenciement ou (ii) de démission causé par des modifications sensibles de responsabilité consécutives à un changement significatif, direct ou indirect, dans la composition du groupe des actionnaires de référence de la Société ou de la société qui la contrôle, le versement d'une indemnité en complément des indemnités légales ou conventionnelles. Le Conseil d'administration du 4 avril 2008 a fixé ces indemnités à un montant brut égal à deux fois les rémunérations totales dues aux cadres dirigeants au titre de l'année civile précédant le changement significatif, direct ou indirect, dans la composition du groupe des actionnaires de référence de la Société ou de la société qui la contrôle.

Au 31 décembre 2020, un salarié détenteur d'un mandat social en complément de son contrat de travail bénéficie de cette protection.

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration en cas de cessation de leur mandat pour quelque cause que ce soit.

**7. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES
INFORMATIONS » RELATIF AUX CARACTERISTIQUES, NOTAMMENT
JURIDIQUES, FINANCIERES ET COMPTABLES, DE LA SOCIETE**

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il sera disponible sur le site Internet de la Société (www.fonciere-lyonnaise.com) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org). Il sera également tenu à la disposition du public sans frais au siège social de SFL (42 rue Washington, 75008 Paris) et pourra être obtenu sans frais

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

par toute personne qui en fera la demande. Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« À ma connaissance, les données de la présente Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

M. Nicolas Reynaud
Directeur général
Société Foncière Lyonnaise

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AUTORITES DES MARCHES FINANCIERS**

ANNEXE

Rapport de l'Expert Indépendant



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique Mixte Simplifiée initiée par
IMMOBILIARIA COLONIAL sur les actions de la SOCIETE
FONCIERE LYONNAISE (SFL)

Juillet 2021

Sommaire

1. Présentation de l'Offre	8
1.1 Les sociétés concernées par l'Opération.....	8
1.1.1 Présentation de l'Initiateur : COLONIAL.....	8
1.1.2 Présentation de la société dont les titres sont visés par l'Offre : SFL.....	8
1.2 Modalités de l'Offre.....	9
1.2.1 Termes de l'Offre	9
1.2.2 Contexte et motifs de l'Offre	10
1.2.3 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir	11
1.2.4 Intentions concernant un retrait obligatoire – Radiation.....	12
1.2.5 Accords susceptibles d'avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	13
2. Déclaration d'indépendance	19
3. Diligences effectuées	20
4. Présentation du secteur et des sociétés SFL et COLONIAL	22
4.1 Le secteur immobilier des foncières de bureaux en France et en Espagne	22
4.1.1 Le marché de l'immobilier de bureau à Paris et en Ile-de-France	22
4.1.2 Le marché de l'immobilier de bureau à Barcelone et à Madrid.....	29
4.1.3 Un cadre réglementaire des baux commerciaux plus souple en Espagne..	38
4.1.4 Les principaux indicateurs du secteur immobilier définis par l'EPRA	38
4.2 Présentation de SFL.....	39
4.2.1 Rappel de l'historique de SFL.....	39
4.2.2 Le patrimoine immobilier de SFL.....	39
4.2.3 Présentation synthétique des données financières historiques récentes de SFL	44
4.2.4 Matrice SWOT de SFL.....	52
4.3 Présentation de COLONIAL.....	53
4.3.1 Rappel de l'historique de COLONIAL.....	53
4.3.2 Le patrimoine immobilier de COLONIAL	54
4.3.3 Présentation synthétique des données financières historiques récentes de COLONIAL.....	59
4.3.4 Matrice SWOT de COLONIAL	68

5.	Evaluation des sociétés concernées par l'Offre	69
5.1	Critères d'évaluation écartés	69
5.1.1	Actif net comptable consolidé	69
5.1.2	Méthode du rendement (capitalisation du dividende).....	69
5.1.3	Valeur liquidative.....	70
5.1.4	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	70
5.2	Critères d'évaluation retenus	70
5.2.1	Référence à l'actif net réévalué (à titre principal)	70
5.2.2	Références au cours de bourse (à titre principal)	71
5.2.3	Objectifs de cours de bourse des analystes (à titre secondaire)	74
5.2.4	Comparables boursiers (à titre secondaire)	74
5.2.5	Transaction récente intervenue sur le capital de la Société (à titre indicatif)	75
5.2.6	Transactions comparables (à titre indicatif).....	75
5.3	Données structurantes.....	75
5.3.1	Référentiel comptable et présentation.....	75
5.3.2	Versement de dividendes	76
5.4	Mise en œuvre de l'évaluation des titres SFL.....	76
5.4.1	Référence à l'actif net réévalué : l'ANR EPRA (à titre principal).....	76
5.4.2	Référence au cours de bourse de SFL (à titre principal)	79
5.4.3	Objectifs de cours de SFL (à titre secondaire)	80
5.4.4	Comparables boursiers de SFL (à titre secondaire).....	81
5.4.5	Transactions récentes sur le capital de SFL (à titre indicatif)	84
5.4.6	Multiples de transactions (à titre indicatif)	85
5.5	Mise en œuvre de l'évaluation des titres COLONIAL.....	87
5.5.1	Référence à l'actif net réévalué : l'ANR EPRA (à titre principal).....	87
5.5.2	Référence au cours de bourse de COLONIAL (à titre principal).....	89
5.5.3	Objectifs de cours de COLONIAL (à titre secondaire)	90
5.5.4	Comparables boursiers de COLONIAL (à titre secondaire).....	91
6.	Incidence de l'Opération pour les actionnaires de SFL	95
6.1	Synthèse des valeurs des sociétés SFL et COLONIAL et appréciation des conditions de l'Offre Mixte pour l'actionnaire de SFL.....	95
6.2	Incidence de la décote des titres de SFL et COLONIAL	97
6.3	Incidence de l'Offre Mixte sur le résultat net part du Groupe par action ...	98

7. Accords connexes pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	100
7.1 Contrat d'Apport conclu entre PREDICA et COLONIAL	100
7.1.1 Termes du Contrat d'Apport	100
7.1.2 Synthèse et conclusion du rapport du 3 juin 2021 de l'expert indépendant désigné pour l'Apport.....	100
7.2 Transaction avec PREDICA	101
7.2.1 Termes de la Transaction PREDICA.....	101
7.2.2 Synthèse et conclusion du rapport de FINEXSI, Expert Indépendant intervenu dans le cadre de la convention réglementée entre SFL et PREDICA.....	103
7.3 Mécanisme de liquidité des actions gratuites	108
7.4 Autres accords connexes	110
7.5 Conclusion sur les accords connexes.....	110
8. Analyse des éléments d'appréciations établis par les Banques Présentatrices.....	111
8.1 Méthodes et références d'évaluation	111
8.2 Mise en œuvre des différents critères.....	112
8.2.1 Références aux cours de bourse historiques	112
8.2.2 Références aux ANR EPRA	113
8.2.3 Multiples des comparables boursiers	113
8.2.4 Objectifs de cours	114
8.2.5 Transactions récentes sur le capital	115
8.2.6 Transactions comparables.....	115
9. Synthèse et Conclusion	116
9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation	116
9.2 Conclusion.....	117
Annexe 1 : Présentation de FINEXSI, et déroulement de la mission	119
Annexe 2 : Lettre de mission établie par SFL à l'attention de l'Expert Indépendant	130
Annexe 3 : Synthèse et Conclusion de notre rapport du 3 juin 2021 portant sur la convention réglementée avec PREDICA	131

Contexte de l'Offre

Les sociétés INMOBILIARIA COLONIAL (ci-après « COLONIAL » ou l'« Initiateur ») et SOCIETE FONCIERE LYONNAISE (ci-après « SFL » ou la « Société ») ont annoncé dans leurs communiqués de presse respectifs du 3 juin 2021, l'intention de la société COLONIAL de proposer aux actionnaires minoritaires de SFL une offre publique mixte simplifiée comportant une composante en numéraire et une composante en actions. Aux termes des conditions offertes, il est prévu l'échange d'une action SFL - dividende détaché - contre un montant en numéraire de 46,66 euros et 5 actions COLONIAL - dividende détaché - (« l'Offre Mixte » ou « l'Offre »).

L'Offre Mixte porte sur l'ensemble des actions de la société SFL à l'exception de celles détenues par COLONIAL, Initiateur et actionnaire majoritaire de SFL dont il détient 81,7% du capital et par la société PREVOYANCE DIALOGUE DU CREDIT AGRICOLE (« PREDICA ») qui détient 12,88% du capital.

En effet, il est explicitement mentionné dans le Projet de Note d'Information que la société PREDICA ne participera pas à cette Offre Mixte car les actions SFL détenues par PREDICA seront (i) échangées dans le cadre d'une opération d'échange d'actifs entre SFL et cet actionnaire (la « Transaction PREDICA » ou « l'Asset Swap ») et (ii) apportées à COLONIAL dans le cadre d'un contrat d'apport (« l'Apport »)¹.

Dans le cadre de l'Offre Mixte, FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») a été désigné par le Conseil d'administration de SFL tenu le 8 avril 2021 en qualité d'Expert Indépendant chargé d'apprécier les conditions financières de l'Offre Mixte et son caractère équitable pour les actionnaires de SFL.

Cette désignation est intervenue en application de l'article 261-1 I al 1°, 2° et 4° 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 les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020. En effet, l'Initiateur détenant la majorité du capital de la Société, l'Offre Mixte est donc susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société tel que prévu par l'alinéa 1° précité. L'existence d'un contrat de liquidité portant sur les actions gratuites (dites de « performance ») dont bénéficient les dirigeants rentre dans le champ de l'alinéa 2° précité. Enfin l'Offre comporte des accords connexes visés par l'alinéa 4° précité.

Ce rapport est donc établi à destination des personnes régies par la loi française et répond aux exigences de cette réglementation et nous n'assumons dès lors aucune responsabilité vis-à-vis de personnes visées par une autre réglementation ou sous une autre juridiction, même si elle fait partie de la documentation mise à disposition des actionnaires. Par ailleurs, notre rapport ne dispense pas de la lecture de l'ensemble de la documentation publique d'ores et déjà disponible ou qui sera mise à disposition relative à cette Offre Mixte.

¹ A cet égard, PREDICA a accepté de mettre lesdites actions SFL sous séquestre (à l'exception de 25 actions SFL détenues par PREDICA au nominatif pur) jusqu'à la clôture définitive de l'Offre (sauf pour mettre en œuvre l'Apport et l'Asset Swap) au terme d'un contrat conclu en date du 3 juin 2021 désignant CACEIS comme tiers sequestre.

Les accords connexes correspondent aux conditions de sortie de PREDICA du capital de SFL puisque cet actionnaire ne participe pas à l'Offre. Ces accords connexes qui sont analysés en partie 7 du présent rapport constituent également une convention réglementée pour la société SFL.

Ainsi, dans ce cadre, nous avons également été désignés, sur une base volontaire, par le Conseil d'administration de SFL, lors de sa séance du 8 avril 2021, en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux recommandations AMF 2017-04 et 2012-05, chargé d'apprécier le caractère équitable de la transaction prévue entre SFL et PREDICA, actionnaire minoritaire détenteur de 12,88% du capital de SFL et disposant de deux membres au Conseil d'administration de la Société. Ces désignations concomitantes au titre de l'Offre et de la transaction prévue entre SFL et PREDICA résultent du caractère indissociable juridiquement tel qu'exposé ci-après.

La transaction entre SFL et PREDICA porte sur des échanges d'actifs (ou *Asset Swap*) détenus par PREDICA dans le cadre de partenariats avec SFL et de titres SFL qu'elle détient contre d'autres actifs de SFL qui seront détenus dans le cadre de partenariats à conclure entre les parties concernées par cet échange.

Nous avons, dans le contexte de cet *Asset Swap* qui constitue une convention réglementée, réalisé nos travaux sous la supervision d'un Comité *ad hoc* constitué des trois administrateurs indépendants de SFL et émis un rapport en date du 3 juin 2021 prenant la forme d'une attestation d'équité. Nous avons présenté ce rapport au Conseil d'administration de la Société du 3 juin 2021, lequel a approuvé les conditions de cette convention réglementée soumise à son autorisation. Nous présentons en Annexe du présent rapport la Partie Synthèse et Conclusion de ce rapport émis le 3 juin 2021.

L'Offre Mixte, d'une part, et la Transaction PREDICA (désignée l'*Asset Swap* dans le Projet de Note d'Information relative à l'Offre Mixte) et l'Apport, d'autre part, sont juridiquement liés et constituent une seule opération du projet global de COLONIAL de rationalisation de l'actionnariat de SFL et d'accroissement de la participation détenue par COLONIAL.

Pour accomplir notre mission d'Expert Indépendant dans le cadre de l'Offre Mixte, réalisée sous la supervision d'un Comité *ad hoc* - constitué des trois membres indépendants du Conseil d'administration de SFL, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmises par SFL et COLONIAL. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des expertises immobilières, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

Par ailleurs, ce rapport ne constitue en aucun cas un avis ou une recommandation sur le fait de réaliser une opération et/ou une transaction ou toute autre opération, qui ressort de la seule responsabilité de SFL. En particulier, nous n'avons pas conseillé ni assisté SFL ou son actionnaire COLONIAL de quelque manière que ce soit dans des négociations directes ou indirectes avec PREDICA et dans l'Offre Mixte.

Enfin, nous avons obtenu une lettre d'affirmation des représentants de la société SFL et une lettre d'affirmation des représentants de la société COLONIAL nous confirmant notamment l'exhaustivité des informations transmises ainsi que l'absence d'événement significatif jusqu'à la date de notre rapport susceptible de remettre en cause notre appréciation des conditions financières de l'Offre Mixte.

Ce rapport présente nos travaux et conclusions, selon le plan ci-avant annoncé.

1. Présentation de l'Offre

1.1 Les sociétés concernées par l'Opération

1.1.1 Présentation de l'Initiateur : COLONIAL

INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S.A. (Ci-après « COLONIAL » ou l' « Initiateur ») est une foncière d'investissement espagnole exerçant sous le régime fiscal SOCIMI² qui est un équivalent espagnol au régime français SIIC. COLONIAL est un des leaders en Europe de l'immobilier de bureau de première qualité (dit « prime »).

Elle détient un patrimoine d'une valeur de 12 Mds€ constitué d'environ 64 actifs en Espagne situés dans les quartiers d'affaires de Barcelone et Madrid auquel s'ajoutent les immeubles parisiens qu'elle détient par l'intermédiaire de sa participation majoritaire dans SFL.

Figure 1 – Répartition du capital de COLONIAL au 30 juin 2021

Au 30/06/21	Actions		Droits de votes théoriques	
	#	%	#	%
Flottant	293 586 555	57,78 %	293 586 555	58,12 %
Qatar Investment Authority	102 675 757	20,21 %	102 675 757	20,32 %
Finaccess Group	80 028 647	15,75 %	80 028 647	15,84 %
Aguila LTD (Santo Domingo)	28 880 815	5,68 %	28 880 815	5,72 %
Auto-détention	2 943 007	0,58 %	-	-
Total	508 114 781	100 %	505 171 774	100 %

Source : Projet de Note d'information et Analyses FINEXSI

Au 30 juin 2021, le capital de COLONIAL est composé de 508 114 781 actions. Les actions de l'Initiateur sont cotées à la Bourse de Madrid (Code ISIN : ES0139140174) et Barcelone³. COLONIAL fait également partie d'indices tels que l'EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA⁴) et l'IBEX 35.

COLONIAL est l'actionnaire majoritaire de SFL depuis 2004 : l'Initiateur a renforcé sa participation en 2018 avec l'acquisition des actions détenues par un fonds souverain de l'Etat du Qatar⁵ (22,2% du capital de SFL) et détient désormais 81,7% du capital de SFL.

1.1.2 Présentation de la société dont les titres sont visés par l'Offre : SFL

La SOCIETE FONCIERE LYONNAISE (« SFL ») est la plus ancienne foncière française. Elle dispose, à ce jour, d'un patrimoine constitué de 18 immeubles⁶ dont 15 sont en exploitation et 3 en cours de

² Régime fiscal applicable en Espagne et assimilable à celui des SIIC en vigueur en France.

³ La principale place de cotation des titres COLONIAL étant Madrid

⁴ L'EPRA est une association représentant les entreprises de l'immobilier, dont le rôle est de promouvoir, développer et représenter les entreprises cotées du secteur immobilier au niveau européen. L'objectif de l'EPRA est de favoriser l'établissement de rapports cohérents au sein du secteur immobilier tant sur les informations financières qu'extrafinancières.

⁵ QATAR INVESTMENT AUTHORITY.

⁶ Après la cession de deux actifs (le 112 avenue de Wagram et le 9 avenue Percier) réalisée début 2021.

restructuration avec une livraison prévue entre 2021⁷ et 2024. Ces actifs sont concentrés dans le Quartier Central des Affaires (QCA) de Paris dans des immeubles « prime ».

Au 31 mai 2021, le capital social de SFL est composé de 46 528 974 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 2€, sans évolution par rapport au 31 décembre 2020. Ses principaux actionnaires sont COLONIAL – actionnaire majoritaire depuis 2004 – et la société PREDICA qui détiennent respectivement 81,71% et 12,88% du capital au 31 mai 2021⁸. Les actions détenues par ces deux actionnaires ne sont pas visées par l'Offre Mixte.

Figure 2 – Répartition du capital de SFL au 31 mai 2021

Au 31/05/21	Actions		Droits de votes théoriques	
	#	%	#	%
Inmobiliaria Colonial, Socimi, SA	38 018 307	81,71%	38 018 307	81,91%
Predica	5 992 903	12,88%	5 992 903	12,91%
Autres filiales du Groupe Crédit Agricole (La Médicale, CA Life Greece, CAA, CACI, CALIE Lux, Pacifica, SPIRICA, etc.)	132 287	0,28%	132 287	0,28%
Flottant	2 273 532	4,89%	2 273 532	4,90%
Auto-détention	111 945	0,24%	-	-
<i>Sous-total (hors Colonial et Predica)</i>	<i>2 517 764</i>	<i>5,41%</i>	<i>2 405 819</i>	<i>5,18%</i>
Total	46 528 974	100%	46 417 029	100%

Source : Projet de Note d'information et Analyses FINEXSI

Les actions de SFL sont cotées sur le marché réglementé EURONEXT PARIS au compartiment A (Code ISIN : FR0000033409).

1.2 Modalités de l'Offre

Les informations suivantes concernant les titres visés par l'Offre, le contexte et les motifs de l'opération sont issus du projet de note d'information établie par l'Initiateur en date du 16 juin 2021, et de sa mise à jour qui nous a été transmise le 7 juillet 2021 (le « Projet de Note d'Information ») qui constitue la version la plus récente du projet de note d'information mise à notre disposition.

1.2.1 Termes de l'Offre

Titres visés par l'Offre

L'Offre vise la totalité des actions d'ores et déjà émises et non détenues par l'Initiateur, à l'exception des 5 992 903 actions SFL que PREDICA s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre, soit à la date du projet de note d'information et à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 2 517 764 actions SFL.

⁷ Il s'agit du 83 avenue Marceau.

⁸ Au 31 décembre 2020, les pourcentages de détention de COLONIAL et PREDICA s'élevaient déjà à 81,71% et 12,88%. La seule évolution de la composition du capital depuis le 31 décembre 2020 est le transfert de l'autocontrôle vers le flottant portant sur 63 873 titres.

À la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions existantes et les plans d'attribution d'Actions Gratuites en cours au sein de la Société.

La Société a mis en place plusieurs plans actions gratuites dites de « performance » au profit des salariés ou des mandataires sociaux de SFL ou des sociétés ou groupements qui lui sont liés. Les Plans d'attribution d'Actions Gratuites portent sur 130 134 actions gratuites qui ne pourront pas être apportées, car elles sont soumises à une période de conservation, ou de conservation renforcée, le cas échéant, régissant ces actions. Par ailleurs, les actions gratuites non acquises, soit 200 664 actions gratuites, ne pourront également pas être apportées à l'Offre. Les actions non disponibles font l'objet d'un mécanisme de liquidité consenti par COLONIAL dont le contenu est mentionné dans l'article 2.6.2 du Projet de Note d'Information.

Il n'existe, en outre, aucun plan d'options de souscription d'actions en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

Prix de l'Offre

L'Initiateur offre de manière irrévocable aux actionnaires de la Société la possibilité d'acquérir les actions SFL qu'ils détiennent en contrepartie pour une action SFL (coupon détaché) apportée à l'Offre :

- 1. d'une somme en numéraire de 46,66 euros ; et*
- 2. 5 actions ordinaires nouvelles COLONIAL à émettre (coupon détaché).*

1.2.2 Contexte et motifs de l'Offre

Le projet d'Offre s'inscrit dans le cadre d'un projet global de rationalisation de l'actionnariat de SFL et d'accroissement de la participation détenue par l'Initiateur à son capital consistant :

- d'une part, en un dépôt du présent projet d'Offre ; et*
- d'autre part, en une sortie de PREDICA du capital de SFL par l'intermédiaire d'un échange par PREDICA de sa participation dans SFL et dans deux joint-ventures co-détenues avec SFL contre des titres de l'Initiateur et une participation dans quatre joint-ventures à constituer et qui seront co-détenues avec SFL.*

L'Offre, ensemble avec les opérations d'Apport et d'Asset Swap, vise à permettre une réorganisation de l'actionnariat de la Société, à accroître la participation de COLONIAL et à renouveler le partenariat long-terme entre la Société et PREDICA sur un périmètre d'actifs élargi, tout en maintenant au niveau de la Société une stratégie inchangée (stratégie « total return » – rendement et création de valeur – axée sur le bureau prime dans le QCA de Paris).

La Société maintiendra, y compris après l'Asset Swap, son exposition économique actuelle inchangée ainsi que le contrôle sur l'ensemble des actifs et de son portefeuille.

L'Offre permet aux actionnaires minoritaires de SFL de devenir actionnaires de COLONIAL en bénéficiant d'une prime significative sur le cours de bourse⁹ et d'une liquidité substantiellement accrue en tant qu'actionnaire de COLONIAL. À cet égard, il est précisé que l'Offre, l'Asset Swap et l'Apport seront mis en œuvre sur la base d'une parité basée sur la parité EPRA NDV au 31 décembre 2020 soumise à la validation de l'Expert indépendant nommé par la Société.

Par ailleurs, l'Offre donne aux actionnaires minoritaires de SFL qui apporteront leurs actions à l'Offre la possibilité de diversifier leur exposition économique tout en leur permettant de devenir actionnaires d'une société leader pan-européen dans le prime office dont la stratégie est similaire à celle de SFL (« total return », focus sur les bureaux en prime CBD) et dont le profil financier est similaire à celui de SFL.

1.2.3 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

Stratégie - politique industrielle, commerciale et financière

L'Initiateur soutient la stratégie actuelle de la Société et n'entend pas modifier l'activité, la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des douze prochains mois.

En particulier, il n'est pas envisagé de modifier l'objet social de la Société.

Intentions en matière d'emploi

L'Offre s'inscrit dans une stratégie de poursuite et de développement de l'activité de la Société et n'aura pas d'impact négatif en matière d'emploi au sein de la Société.

Intérêts pour l'Initiateur, la Société et leurs actionnaires

L'Offre permettra à l'Initiateur de renforcer indirectement sa position sur le marché français.

Pour les actionnaires de la Société apportant leurs actions SFL à l'Offre, celle-ci leur permettra de devenir actionnaires de COLONIAL en bénéficiant :

- *d'une prime significative sur la parité du cours de bourse ;*
En effet, la contre-valeur implicite des actions SFL ressortant de l'Offre s'établit à 92,0 euros, extériorisant une prime de 43,8% sur la base des cours de bourse de COLONIAL et SFL au 3 juin 2021.
- *d'une liquidité substantiellement accrue, le titre COLONIAL étant significativement plus liquide que le titre SFL.*

L'Offre leur permettra également de profiter du profil et des perspectives de COLONIAL dont la stratégie et le profil financier sont similaires à ceux de SFL. En effet, SFL et COLONIAL bénéficient de la même notation attribuée par STANDARD & POOR'S (BBB+ stable outlook).

⁹ Pré-annonce du 3 juin 2021

Les actionnaires de SFL auront la possibilité d'investir dans le leader pan-européen du prime office, avec plus de 12 milliards d'euros d'actifs et bénéficiant du leadership de COLONIAL et des meilleures pratiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) du marché.

Les actionnaires de SFL conserveront leur exposition dans une SOCIMI (équivalent d'une SIIC en Espagne) soumise à des obligations de distribution comparables à celles d'une SIIC.

La Parité proposée est basée sur la parité EPRA NDV au 31 décembre 2020 (ajusté des distributions de dividendes au titre de l'exercice 2020) et sera soumise à la validation d'un expert indépendant.

Composition des organes sociaux et de direction de la Société

À la date du présent projet de note d'information, le Conseil d'administration de la Société est composé de quatorze membres, dont trois administrateurs indépendants.

Concomitamment à et sous condition de la réalisation de l'Asset Swap et de l'Apport, les deux administrateurs élus sur proposition de PREDICA se sont engagés à démissionner de leur mandat de membre du Conseil d'administration de la Société.

Synergies et gains économiques

À la date du présent projet de note d'information, l'Initiateur n'anticipe pas de synergies significatives de coûts ni de résultats.

Politique de distribution de dividendes

La politique de distribution de dividendes de la Société continuera d'être déterminée par les organes sociaux de la Société, en fonction de ses résultats, de sa capacité financière et de ses besoins de financement, dans le respect de ses obligations légales et statutaires et de son statut de SIIC. À la date du présent projet de note d'information, l'Initiateur entend poursuivre une politique de distribution de dividendes en proportion du Résultat Net Récurrent par action.

1.2.4 Intentions concernant un retrait obligatoire – Radiation

Retrait obligatoire

L'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire visant les actions SFL au cours des douze prochains mois.

Radiation d'Euronext Paris

COLONIAL n'envisage pas de demander à Euronext Paris la radiation des actions SFL du marché Euronext Paris.

Intentions en matière de fusion

L'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec la Société au cours des douze prochains mois.

Toutefois, l'Initiateur se réserve la possibilité de procéder à d'autres opérations de réorganisation juridique.

Si de tels projets devaient se concrétiser, COLONIAL les porterait à la connaissance du public conformément à la réglementation applicable

1.2.5 Accords susceptibles d'avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

En parallèle du projet d'Offre et dans le cadre du projet de l'Initiateur de rationaliser le capital de SFL et d'accroître sa participation dans la Société, PREDICA s'est engagée, sous conditions suspensives, à échanger sa participation dans SFL et dans deux sociétés co-détenues avec SFL (SCI Washington et Parholding) contre des titres COLONIAL et une participation minoritaire dans quatre joint-ventures co-détenues avec SFL. À cet effet, PREDICA a conclu le 3 juin 2021, après leur approbation par les organes sociaux compétents de l'Initiateur et de SFL :

- *avec l'Initiateur, un contrat d'apport en nature soumis au droit espagnol (le « Contrat d'Apport ») ; et*
- *avec SFL, un contrat d'échange et de cession relatif à l'Asset Swap soumis au droit français (le « Contrat d'Asset Swap »).*

L'ensemble des opérations seront mises en œuvre sur la base d'une parité basée sur l'EPRA NDV au 31 décembre 2020 (ajusté des distributions de dividendes au titre de l'exercice 2020).

Il ressort en synthèse du Projet de Note d'Information, les informations que nous présentons ci-dessous.

Aux termes du Contrat d'Asset Swap et du Contrat d'Apport, PREDICA s'est engagée, à compter de l'ouverture de l'Offre et pendant toute à durée, à n'apporter à l'Offre aucune des 5 992 903 actions SFL qu'elle détient dans la mesure où Predica s'est engagée, sous conditions suspensives, à :

- (i) apporter à COLONIAL 2 328 644 actions SFL dans le cadre de l'Apport ; et
- (ii) échanger avec SFL 3 664 259 actions SFL au titre de l'Asset Swap mise en œuvre dans le cadre du programme de rachat de SFL en vue d'une réduction de capital de SFL.

Contrat d'Apport

Le 3 juin 2021, COLONIAL et PREDICA, actionnaire de la Société à hauteur de 12,88% de son capital, ont conclu le Contrat d'Apport aux termes duquel il a été convenu que PREDICA apporterait, sous conditions suspensives, à COLONIAL 2 328 644 actions SFL, soit environ 5% du capital et des droits de vote théoriques de SFL, en échange de 22 494 701 nouvelles actions ordinaires COLONIAL à émettre (l'« Apport »), sur la base d'une parité basée sur la parité ANR EPRA NDV au 31 décembre 2020 (ajusté des distributions de dividendes au titre de l'exercice 2020 concernant SFL et COLONIAL).

Dans le cadre du Contrat d'Apport, PREDICA s'est engagée (i) à ne pas transférer les actions COLONIAL reçues dans le cadre de l'Apport pendant une durée de 6 mois à compter de la date de réalisation de l'Apport, (ii) puis à l'expiration de cette période de 6 mois, à ce que tout transfert de ces actions COLONIAL à l'issue de cette période, et pendant une période de 6 mois, soit réalisé de manière ordonnée et (iii) à ne pas acquérir, pendant une durée de 9 mois à compter de la date de réalisation de l'Apport, d'actions COLONIAL ayant pour effet de porter sa participation à plus de 5% du capital ou des droits de vote de COLONIAL.

Aucun pacte ni aucun accord émetteur ne sera conclu entre PREDICA et l'Initiateur s'agissant de la participation qui sera détenue par PREDICA au capital de l'Initiateur.

Contrat d'Asset Swap

Le 3 juin 2021, la Société et PREDICA¹⁰, ont conclu un contrat de cession et d'échange (l'« *Asset Swap* ») soumis au droit français aux termes duquel il a été convenu que PREDICA transfère à SFL, sous condition suspensive :

- Sa participation de 34 % du capital social et des droits de vote de SCI WASHINGTON (société détenant l'immeuble Washington Plaza) et sa créance de compte courant sur SCI WASHINGTON ;
- Sa participation de 50 % du capital social et des droits de vote de PARHOLDING (société détenant les immeubles (i) Galerie des Champs-Élysées, (ii) 90, Champs-Élysées et (iii) 106, Haussmann) et sa créance de compte courant sur PARHOLDING ;
- 3 664 259 actions SFL, représentant 7,9% du capital, dans le cadre du programme de rachat de SFL en vue d'une réduction de capital de SFL par annulation des actions SFL acquises par SFL auprès de PREDICA le jour de la réalisation de l'*Asset Swap* sous le régime de l'article 814 C 2° du Code général des impôts ;

En contrepartie de 49 % du capital social et des droits de vote de chacune des sociétés suivantes :

- SAS CLOUD, société par actions simplifiée à laquelle l'immeuble #cloud.paris sera apporté par SFL préalablement à la réalisation de l'*Asset Swap* ;
- 92 CHAMPS-ELYSEES, société par actions simplifiée à laquelle l'immeuble 92, Champs-Élysées sera apporté par SFL préalablement à la réalisation de l'*Asset Swap* ;
- SCI PAUL CEZANNE, société civile immobilière détenant l'immeuble Cézanne-Saint-Honoré ; et
- SCI 103 GRENELLE, société civile immobilière détenant l'immeuble 103 Grenelle.

L'*Asset Swap* sera mis en œuvre sur la base d'une parité basée sur la parité EPRA NDV au 31 décembre 2020 (ajusté des distributions de dividendes au titre de l'exercice 2020).

La réalisation de l'*Asset Swap* et du Contrat d'Apport étant réciproquement liée, elle reste sous réserve des conditions suspensives devant intervenir au plus tard le 31 décembre 2021, soit à la date de notre rapport :

- La décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») sur l'Offre, purgée de tout éventuel recours dans les délais applicables ; et
- L'absence de sinistre significatif auquel il n'aurait pas été remédié à la date de la levée de la dernière des conditions suspensives précitées s'agissant de l'un quelconque des

¹⁰ Agissant pour son propre compte et celui d'un ou plusieurs organismes de placement collectif immobiliers (OPCI),

immeubles détenus par SCI WASHINGTON, PARHOLDING, SAS CLOUD, 92 CHAMPS-ELYSEES, SCI PAUL CEZANNE et SCI 103 GRENELLE.

Il est précisé ici que, la Mairie de Paris a renoncé le 17 juin 2021 à exercer le droit de préemption urbain dont elle bénéficiait.

L'Asset Swap sera mis en œuvre sur la base d'une parité basée sur la parité EPRA NDV au 31 décembre 2020 (ajusté des distributions de dividendes au titre de l'exercice 2020).

La réalisation de l'Asset Swap et la réalisation de l'Apport interviendront le même jour.

Au jour de la réalisation de l'Asset Swap et de l'Apport, SFL et PREDICA et/ou un OPCI contrôlé par PREDICA signeront alors un pacte d'associés identique au niveau de chacune des joint-ventures correspondant aux nouveaux partenariats entre SFL et PREDICA (relatifs à SAS CLOUD, 92 CHAMPS-ELYSEES, SCI 103 GRENELLE et SCI PAUL CEZANNE) complété d'un accord de liquidité.

Pactes d'Associés

Ces Pactes d'Associés, conclus pour une durée de 10 ans renouvelable tacitement pour des périodes successives de 5 ans (à défaut de dénonciation écrite par SFL ou Predica et/ou OPCI contrôlée par PREDICA, selon le cas), sont en majeure partie similaires à celui existant au niveau de PARHOLDING. Les pactes d'associés existants au niveau de SCI WASHINGTON et PARHOLDING seront résiliés à cette même date.

Aux termes de chacun de ces Pactes d'Associés,

- *Certaines décisions significatives ne pourront être prises et mises en œuvre par le Président ou le Gérant, selon le cas, désigné sur proposition de SFL qu'après avoir obtenu le vote favorable de PREDICA et/ou de l'OPCI contrôlé par PREDICA, selon le cas ;*
- *L'agrément de tout nouvel associé, à l'exception de toute société contrôlée par SFL, PREDICA et/ou l'OPCI contrôlé par PREDICA, selon le cas, relèvera de la compétence exclusive des associés, cette décision étant prise à l'unanimité ;*
- *SFL et PREDICA et/ou l'OPCI contrôlé par PREDICA, selon le cas, s'engageront, pendant une période d'un (1) an à compter de la date de signature des Pactes d'Associés, à ne pas transférer les titres qu'ils détiennent dans la joint-venture sous-jacente, sous réserve des exceptions usuelles ;*
- *Tout transfert par SFL ou PREDICA et/ou l'OPCI contrôlé par PREDICA, selon le cas, de leurs titres sera soumis à un droit de première offre de l'autre associé sur les titres de la joint-venture objets du transfert ;*
- *En cas de cession par SFL, PREDICA et/ou l'OPCI contrôlé par PREDICA, selon le cas, de leurs titres dans l'une des sociétés, l'autre Associé bénéficiera d'un droit de sortie conjointe totale sur l'intégralité de ses titres de la joint-venture concernée ;*
- *À compter du cinquième anniversaire de la date de signature du Pacte d'Associés, SFL et PREDICA et/ou l'OPCI contrôlé par PREDICA, selon le cas, se réuniront en vue de se concerter sur l'opportunité du rachat par l'une des parties de l'immeuble détenu par la joint-venture concernée ou de la participation de l'autre partie au capital de la*

joint-venture, de la cession conjointe de 100% du capital ou de la cession de l'immeuble ; étant précisé qu'une telle réunion ne pourra avoir lieu qu'une fois par période de douze (12) mois glissants ;

- *Les immeubles seront gérés par LOCAPARIS, une filiale de SFL, aux termes d'un mandat de gestion immobilière conclu avec chacune des quatre joint-ventures co-détenues entre SFL et PREDICA.*

Le Comité des Associés est composé de 5 membres personnes physiques dont deux membres désignés par SFL et deux membres désignés par PREDICA, le cinquième étant le président désigné par SFL, mais il n'a pas de voix délibérative au sein du Comité des Associés.

Les décisions requérant une autorisation préalable du Comité des Associés ont fait l'objet d'un examen par les commissaires aux comptes de SFL afin de s'assurer que leur contenu ne remet pas en cause la notion de contrôle des sociétés concernées par SFL et donc leur intégration dans les comptes consolidés du groupe SFL.

Nous comprenons que les clauses contenues dans ces projets de Pactes d'associés sont usuelles dans le cadre de sociétés immobilières. Nous nous sommes fait confirmer par Lettre d'affirmation de la direction de SFL que leur contenu ne remet pas en cause la notion de contrôle des sociétés concernées par SFL et donc leur intégration globale dans le cadre des comptes consolidés du groupe SFL.

Accord de Liquidité

Le jour de la réalisation de l'Asset Swap et de l'Apport, SFL et PREDICA et/ou un OPCI contrôlé par PREDICA signeront un accord de liquidité, conclu pour 10 ans en présence des quatre *joint-ventures* co-détenues entre SFL et PREDICA (l'« Accord de Liquidité »).

Il prévoit une faculté pour PREDICA, à compter du cinquième anniversaire de la date de signature de l'Accord de Liquidité, de notifier à SFL une demande de liquidité dont le montant sera au maximum égal à 30% de son exposition économique dans les quatre *joint-ventures* sous déduction des montants déjà perçus par PREDICA¹¹.

À compter de la date de la demande, SFL disposera d'un délai de 12 mois pour choisir, à sa seule option, la ou les modalités de liquidité ci-dessous, ainsi que les titres de *joint-venture(s)* sur lesquels portera cette liquidité :

- *Recours à l'endettement d'une ou plusieurs des quatre joint-ventures (dans la limite d'un ratio Loan To Value (LTV) maximum de 45%) suivi d'une distribution au bénéfice des associés de la ou des joint-ventures concernées ;*
- *Cession d'un ou plusieurs actifs immobiliers pour un prix au moins égal à leur valeur d'expertise suivie d'une distribution au bénéfice des associés de la ou des joint-ventures concernées ;*
- *Cession d'un ou plusieurs actifs immobiliers pour un prix au moins égal à leur valeur d'expertise suivie de la liquidation de la ou les joint-ventures concernées ;*

¹¹ Dans le cadre (i) du transfert de ses titres détenus dans une ou plusieurs de ces *joint-ventures* à SFL ou à un tiers ou (ii) d'une distribution, liquidation ou rachat de titres d'une ou plusieurs de ces *joint-ventures* à la suite du transfert d'un ou plusieurs des actifs immobiliers qu'elles détiennent

- *Recours à l'endettement d'une ou plusieurs des quatre joint-ventures (dans la limite d'un ratio Loan To Value (LTV) maximum de 45%) suivi du rachat de titres détenus par PREDICA et/ou un OPCI contrôlé par PREDICA, selon le cas, dans ces quatre joint-ventures pour un prix égal à la valeur EPRA NDV des titres concernés ;*
- *Cession d'un ou plusieurs actifs immobiliers pour un prix au moins égal à leur valeur d'expertise suivi du rachat de titres de la ou des joint-ventures concernées détenus par PREDICA à la valeur EPRA NDV calculée sur la base du prix de cession effectif du ou des actifs immobiliers cédés ;*
- *Acquisition par SFL de titres détenus par PREDICA et/ou un OPCI contrôlé par PREDICA, selon le cas, dans une ou plusieurs des quatre joint-ventures pour un prix égal à la valeur EPRA NDV des titres concernés ;*
- *Acquisition par un tiers choisi par SFL des titres détenus par Predica et/ou un OPCI contrôlé par PREDICA, selon le cas, dans une ou plusieurs des quatre joint-ventures pour un prix égal à la valeur EPRA NDV des titres concernés (à travers une structure OPCI, le cas échéant, afin de préserver le régime SIIC de SFL) ; et*
- *Échange ou apport de titres détenus par PREDICA et/ou un OPCI contrôlé par PREDICA, selon le cas, contre des actions Colonial (rapport d'échange calculé sur la base de la valeur EPRA NDV des titres concernés et des actions Colonial à la date d'établissement des comptes semestriels précédant la demande de liquidité) ; étant précisé que cette modalité, par exception, ne pourra être mise en œuvre qu'avec l'accord de PREDICA et de COLONIAL.*

Afin de répondre à la demande de liquidité transmise par PREDICA, SFL pourra proposer à PREDICA, qui ne pourra refuser sans motif raisonnable, toute autre modalité de liquidité équivalente pour PREDICA à l'une des modalités susvisées.

Toute cession ou rachat de titres d'une ou plusieurs des quatre *joint-ventures* susvisées ne pourra avoir pour effet de faire baisser la participation de PREDICA et/ou un OPCI contrôlé par PREDICA, selon le cas, en dessous de 25% des titres de la *joint-venture* concernée, à l'exception d'une cession ou d'un rachat portant sur l'intégralité des titres détenus par PREDICA et/ou un OPCI contrôlé par PREDICA, selon le cas, dans ladite *joint-venture*.

PREDICA ne pourra exercer ce droit qu'une seule fois.

À l'issue du délai de douze (12) mois visé ci-dessus, à défaut pour SFL d'avoir permis à PREDICA de percevoir une somme au moins égale au montant de liquidité figurant dans sa demande (au maximum 30% de son exposition économique dans les quatre *joint-ventures*, le cas échéant diminué de toute Déduction), PREDICA bénéficiera d'un droit de cession forcée sur SFL et pourra demander à SFL de mettre en place un processus de cession d'un ou plusieurs des actifs immobiliers sélectionnés à condition que leur valeur, le cas échéant cumulée, soit inférieure ou égale au montant de liquidité figurant dans la demande, le cas échéant diminué de toute Déduction.

SFL pourra, à sa seule option, mettre en place la vente conjointe de la totalité des titres de la ou des *joint-ventures* concernées (nonobstant un montant de liquidité figurant dans la demande inférieur à la valeur EPRA NDV des titres de la *joint-venture* concernée).

Le Projet de Note d'information précise que « *Predica ne bénéficie d'aucune clause de complément de prix (ou avantage assimilé) ni d'aucun prix de sortie garanti dans le cadre des accords mentionnés ci-dessus* ».

Le Projet de Note d'information indique « *A l'exception du Contrat d'Apport, du Contrat d'Asset Swap, des Pactes d'Associés et de l'Accord de Liquidité dont un résumé figure ci-dessus et des engagements de liquidité qui seront offerts aux bénéficiaires d'Actions Gratuites décrits à la Section 2.6.2 du présent projet de note d'information, l'Initiateur n'a pas connaissance d'autres accords en lien avec l'Offre ou susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue* ».

2. Déclaration d'indépendance

Nous vous confirmons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, et sont en mesure, à ce titre, d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivant de son Règlement général.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

Comme indiqué ci-avant (cf. section « Contexte de l'Offre »), FINEXSI est intervenu en tant qu'Expert Indépendant désigné sur une base volontaire par le Conseil d'administration de SFL afin d'apprécier le caractère équitable de la transaction prévue entre SFL et son actionnaire PREDICA, laquelle constitue une convention réglementée. Nous avons émis un rapport sous forme d'attestation d'équité le 3 juin 2021.

On rappelle en outre que l'Offre Mixte et cette convention réglementée qui constitue un accord connexe à l'Offre sont indissociables juridiquement. Notre désignation en tant qu'Expert Indépendant pour l'Offre conformément à la réglementation applicable pour les offres publiques et en tant qu'expert indépendant désigné sur une base volontaire pour cette convention réglementée est intervenue de façon concomitante lors du conseil d'administration du 8 avril 2021.

Compte tenu du caractère indissociable de ces désignations et de leur objet, nous considérons que notre intervention au titre de la convention réglementée ne remet pas en cause notre indépendance dans le cadre de l'Offre.

3. Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexe 1) que nous avons mises en œuvre dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre :

- La prise de connaissance détaillée de l'Offre Mixte envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- La prise de connaissance du patrimoine immobilier de SFL et du patrimoine détenu directement par COLONIAL à Madrid et à Barcelone et de la présentation du secteur immobilier en France et en Espagne ;
- L'obtention et la revue (i) des évaluations immobilières réalisées par les experts CUSHMAN & WAKEFIELD et CBRE dans le cadre des comptes consolidés de SFL clos au 31 décembre 2020 et (ii) des évaluations immobilières réalisées par les experts JONES LANG LASALLE et CBRE pour les actifs de COLONIAL situés en Espagne réalisés dans le cadre des comptes consolidés de COLONIAL clos au 31 décembre 2020. Nous nous sommes fait assister par des experts immobiliers, mandatés par nos soins, les cabinets CATELLA VALUATION et CATELLA PROPERTY SPAIN, dans le cadre des travaux d'appréciation respectifs de la valeur des principaux actifs de SFL et des principaux actifs de COLONIAL situés en Espagne ;
- L'obtention des plans d'affaires pour les actifs concernés établis par la Direction de SFL et qui ont servi à l'élaboration du plan d'affaires de SFL 2021-2025 qui a été validé par le Conseil d'administration de SFL du 13 novembre 2020 ;
- L'obtention du plan d'affaires consolidé du groupe COLONIAL pour la période 2021-2025 ventilé selon la localisation des actifs (Madrid, Barcelone et Paris) ;
- Des entretiens et des réunions de travail avec la Direction et les représentants de SFL, d'une part, et de COLONIAL, d'autre part, et la revue critique des hypothèses structurantes concernant la valorisation de ces actifs avec l'assistance des évaluateurs mandatés par nos soins concernant (i) les actifs situés à Paris et (ii) les actifs situés à Barcelone et Madrid ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère adaptée des actions SFL et des actions COLONIAL qui tiennent compte de la spécificité de leur activité :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour les deux sociétés, susceptibles d'affecter la valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme de matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'information publique incluant la revue des notes d'analystes ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;

- L'analyse de l'évolution du cours de bourse des deux sociétés sur une période pertinente (24 mois derniers mois avant le 3 juin 2021) et notamment les niveaux de prime ou de décote observés par rapport à leur ANR respectif ;
 - L'examen de la performance financière historique de SFL et de COLONIAL notamment au cours de l'exercice 2020 ;
 - L'analyse des comptes, du budget de l'exercice 2021 et du plan d'affaires de SFL et de COLONIAL couvrant la période 2021-2025 avec leurs managements opérationnels respectifs, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
 - L'identification des comparables boursiers et transactionnels et l'exploitation de l'information disponible les concernant ;
 - L'analyse des objectifs de cours publiés par les analystes suivant les actions des deux sociétés ;
 - L'analyse de la politique de distribution de dividendes qui ne présente pas de différence notable, le statut de SIIC de SFL et celui de SOCIMI de COLONIAL étant, selon notre compréhension et les informations communiquées, comparables ; et
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées.
- L'examen du positionnement du prix proposé (composante numéraire et composante en titres) par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation mis en œuvre. Une analyse de sensibilité a été effectuée pour SFL et pour COLONIAL sur les paramètres structurants que nous avons identifiés, ainsi que sur les principaux paramètres de marché que nous avons jugé opportuns (taux d'occupation, taux d'actualisation, taux de rendements des actifs...) ;
 - L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur dans le cadre de l'Offre Mixte ;
 - L'examen des Accords Connexes avec PREDICA portant sur l'*Asset Swap* et l'Apport. A ce titre, nous nous sommes appuyés sur les travaux réalisés dans le cadre de notre mission d'Expert Indépendant concernant la convention réglementée entre SFL et cet actionnaire pour laquelle nous avons émis un rapport sous forme d'attestation d'équité le 3 juin 2021 ;
 - Les échanges avec l'AMF et le cas échéant avec les actionnaires minoritaires qui souhaiteraient être entendus et nous communiquer les éléments d'appréciation ;
 - La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité *ad hoc* chargé de superviser nos travaux et avec lequel des réunions de travail ont été organisées ;
 - L'établissement du présent rapport sur le caractère équitable de la parité d'échange proposée dans le cadre de l'Offre Mixte COLONIAL, dont les conclusions sont présentées sous la forme d'une attestation d'équité, à destination du Conseil d'administration de SFL.

4. Présentation du secteur et des sociétés SFL et COLONIAL

4.1 Le secteur immobilier des foncières de bureaux en France et en Espagne

Se caractérisant par la détention et la gestion d'actifs immobiliers, l'activité d'une société foncière est directement impactée par l'évolution de l'économie nationale et par celle du marché immobilier. S'agissant de SFL et de COLONIAL, les clients locataires des actifs sont constitués de sociétés qui doivent ajuster leurs besoins immobiliers en fonction de leur stratégie de développement.

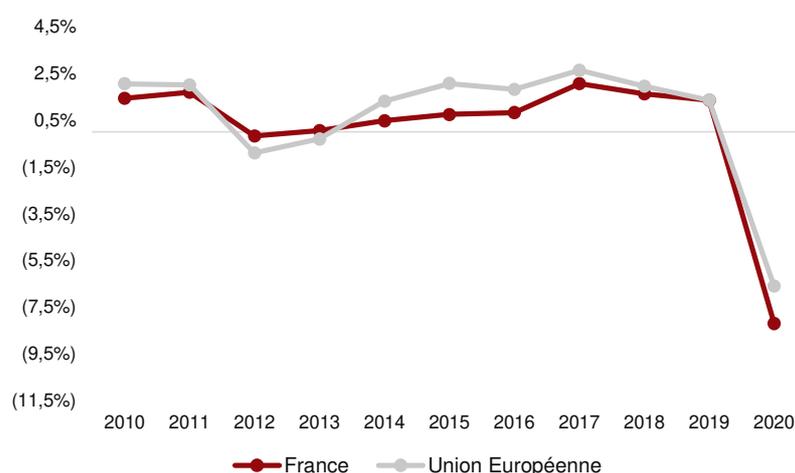
Le patrimoine du Groupe COLONIAL étant réparti sur la France (via SFL) et l'Espagne, nous présentons ci-après (i) nos analyses des environnements économiques français et espagnols au regard des principales caractéristiques de l'immobilier de bureau dans les zones où ce patrimoine se situe, c'est-à-dire les Quartiers Centraux des Affaires (ci-après « QCA ») de Paris, Madrid et Barcelone, puis (ii) les perspectives et facteurs de risques dans un environnement rendu incertain compte tenu des conséquences de la crise sanitaire sur l'organisation du travail à la fois en termes d'activité à court terme, mais également de comportement des salariés à moyen / long terme du fait du développement accéléré du télétravail facilité par les innovations technologiques.

4.1.1 Le marché de l'immobilier de bureau à Paris et en Île-de-France

4.1.1.1 Environnement macroéconomique français

Les situations économiques mondiale, européenne et française ont été massivement touchées par la situation sanitaire liée à la crise de la Covid-19 qualifiée de pandémie par l'OMS début mars 2020. Sur 2020, la baisse du PIB¹² français s'élève à -8%.

Figure 3 - Taux de croissance historiques des PIB français et européen sur la période 2010-2020



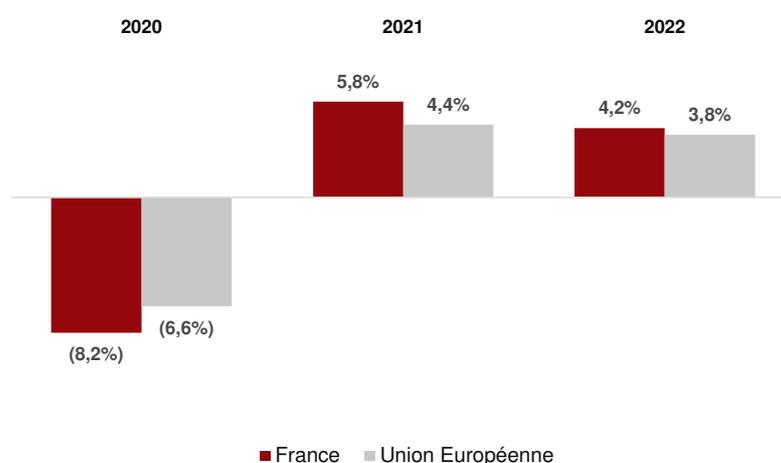
Source : Banque Mondiale, FMI et Analyses FINEXSI

¹² Le PIB ou Produit Intérieur Brut est un indicateur économique qui quantifie la valeur de la production de richesse d'un pays.

La pandémie et les actions gouvernementales mises en œuvre pour freiner la diffusion du Coronavirus ont provoqué une forte récession et pèsent sur les perspectives économiques, notamment à court terme. En particulier, le second confinement en France de novembre 2020 a mis un frein à la timide reprise de l'économie française amorcée depuis la fin du printemps 2020.

De fortes incertitudes liées à la sortie de crise (apparition de variants, rythme de vaccination, fin des mesures de soutien à l'économie, etc.) limitent l'établissement de perspectives sur la reprise économique en 2021, laquelle devrait toutefois demeurer incomplète compte tenu des nouvelles mesures de restrictions qui ont été prises depuis le début de cette année. Le graphique ci-dessous présente la croissance du PIB français et européen en 2020 et les projections en 2021 et 2022.

Figure 4 - Projections de croissance des PIB français et européen sur la période 2020-2022



Source : FMI (perspectives de l'économie mondiale, Avril 2021), Analyses FINEXSI

4.1.1.2 Panorama de l'immobilier de bureau en Île-de-France en 2020

4.1.1.2.1 Impact de la crise sanitaire sur le marché de l'immobilier de bureau en Île-de-France en 2020

L'année 2020 a été marquée par un recul net de la demande en immobilier d'entreprise en France et particulièrement en Île-de-France, en lien avec la crise sanitaire et par référence à une année 2019 particulièrement haute, notamment en termes d'investissements réalisés.

Plusieurs indicateurs permettent de mesurer l'ampleur de ce repli :

Des investissements en immobilier d'entreprise en fort recul en France sur 2020 :

Après avoir atteint un pic en 2019 à 43,4 Mds€, les investissements réalisés en immobilier d'entreprise ont connu un net recul sur les périodes T2, T3 et T4 2020 pour s'établir à 28,2 Mds€ fin 2020, touchant l'ensemble des classes d'actifs, du bureau aux commerces, en passant par les investissements en logistique et activités.

Figure 5 – Investissements dans l'immobilier d'entreprise en France sur la période 2011-2020



Source : BNPP Real Estate – Investissement en France Q4 2020

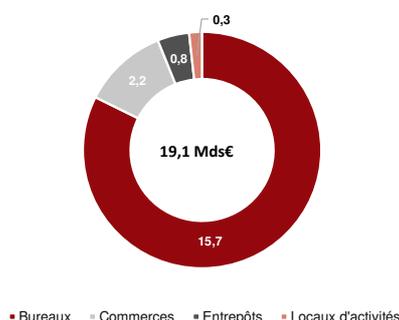
L'Île-de-France n'échappe pas à la crise :

Recul des investissements en immobilier professionnel en Île-de-France :

Avec 19,1 Mds€¹³ d'investissements en 2020 dans l'immobilier d'entreprise, l'Île-de-France enregistre un recul de 33% du volume d'investissements réalisés par rapport à 2019, ce qui place 2020 au même niveau que les années 2015, 2016 et 2017.

¹³ JLL – Panorama des bureaux en Île-de-France – 4^{ème} trimestre 2020

Figure 6 – Volume d'investissements par type d'actifs en 2020 (en Mds€)



Source : JLL, Panorama des bureaux en Île-de-France, T4 2020

Avec près de 16 Mds€ d'investissements en 2020, l'immobilier de bureau reste nettement majoritaire et représente 82% de l'investissement total en immobilier professionnel.

Par ailleurs, le marché a été dominé par les investisseurs français (71%¹⁴ des investissements réalisés) à la suite du retrait des investisseurs étrangers consécutif à la crise sanitaire.

Demande placée en baisse, notamment sur le segment de plus de 5 000m² :

Avec 1,3 million de m² ¹⁵ placés sur le marché locatif des bureaux en Île-de-France, l'année 2020 affiche un recul de -45% par rapport à 2019 et de -43% par rapport à la moyenne sur 10 ans qui s'établit à 2,3 millions de m² par an.

Le nombre de transactions portant sur des surfaces de plus de 5 000m² a également été fortement impacté par la crise sanitaire. En effet, sur 2020, on ne dénombre que 21 transactions contre 73 opérations en 2019¹⁶ et elles n'ont représenté qu'un total de 400 000m², un niveau historiquement faible.

Le nombre de transactions de plus de 100 M€ est passé quant à lui de 75 à 56 opérations en 2020¹⁷.

A noter tout de même en 2020, la réalisation de quelques transactions d'envergure comme la vente du futur siège d'ENGIE à la Garenne-Colombes (83 000m²) pour environ 1 Md€ ou encore la construction d'une nouvelle tour (« *The Link* ») à La Défense pour accueillir le siège social de TOTAL d'une superficie globale de 126 000m² ¹⁸.

¹⁴ JLL – Panorama des bureaux en Île-de-France – 4^{ème} trimestre 2020

¹⁵ BNP Real Estate – Les Bureaux en Île-de-France – 4^{ème} trimestre 2020

¹⁶ JLL – Panorama des bureaux en Île-de-France – 4^{ème} trimestre 2020

¹⁷ JLL – Panorama des bureaux en Île-de-France – 4^{ème} trimestre 2020

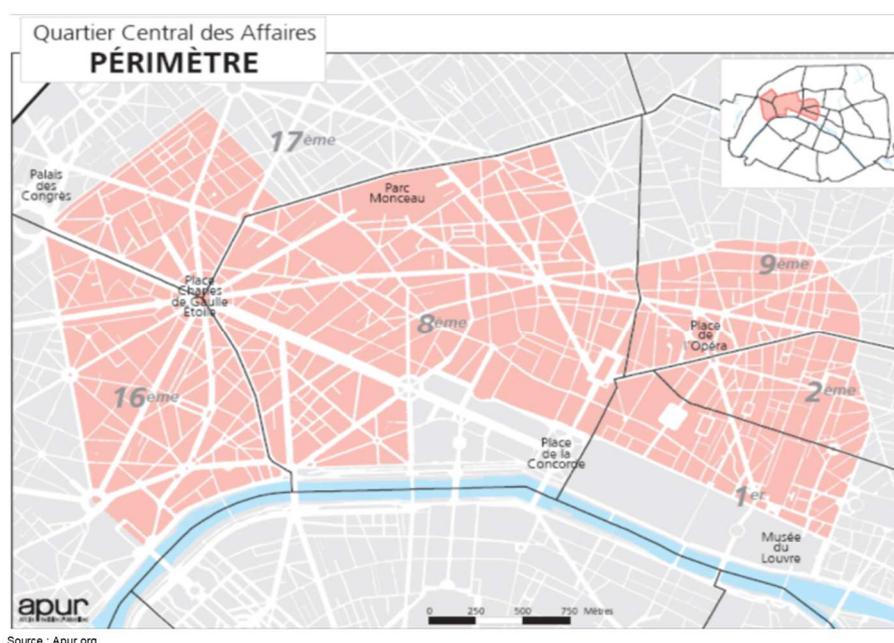
¹⁸ BNP Real Estate – Les Bureaux en Île-de-France – 4^{ème} trimestre 2020

4.1.1.2.2 Présentation du QCA de Paris

Le Quartier Central des Affaires (« QCA ») de Paris désigne le marché de l'immobilier de bureau situé sur la rive droite comprenant une partie des 1^{er}, 2^{ème}, 9^{ème}, 8^{ème}, 16^{ème} et 17^{ème} arrondissements de Paris. Le QCA concentre une large part des surfaces de bureaux de la ville de Paris avec un parc de 7 millions de m² et près des 2/3 des personnes travaillant à Paris¹⁹.

Le QCA est présenté schématiquement ci-dessous :

Figure 7 – Carte du QCA de Paris



Source : Baya-Axess, le Quartier Central des Affaires de Paris, une situation stratégique et prestigieuse

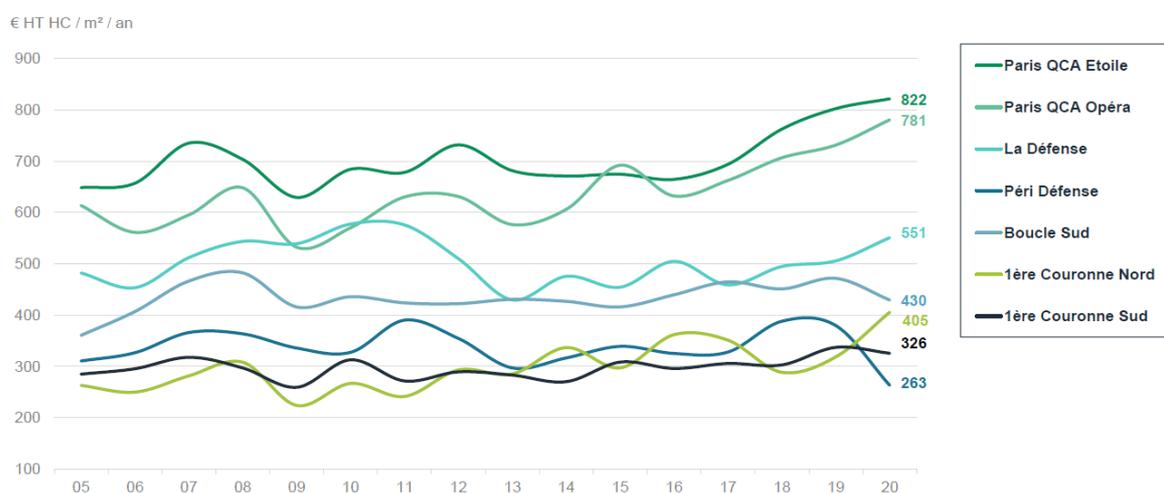
Ce secteur comprend des adresses de renom et connues mondialement, notamment le « Triangle d'Or »²⁰ parisien qui véhicule une image attractive du fait de la présence de nombreuses enseignes de luxe et d'hôtels haut de gamme, permettant ainsi aux entreprises qui s'y installent de profiter de son rayonnement.

¹⁹ Baya-Axess. - Le Quartier Central des Affaires de Paris, une situation stratégique et prestigieuse

²⁰ Délimité par l'avenue des Champs-Élysées, l'avenue Montaigne et l'avenue George V

Montant des loyers observés

Figure 8 – Loyer facial moyen sur 12 mois dans les bureaux neufs



Source : BNP Paribas Real Estate

L'importante attractivité du QCA et la faiblesse du volume de son offre de bureaux explique le montant des loyers élevé de ce secteur et son caractère spécifique par rapport au reste de l'Île-de-France.

Ce constat est renforcé par le montant du loyer facial moyen observé notamment dans le QCA, en hausse sur 2020 autour de 800€/m²/an²¹ [moyenne entre la partie Ouest et Est] comme présenté ci-dessus par rapport aux autres zones de l'Île de France.

Evolution du taux de rendements « prime »

Le taux de rendement « prime »²² est calculé sur la base d'une assiette constituée uniquement de biens jugés comme d'excellente qualité. Ces biens occupent les localisations les plus recherchées par les clients et affichent des taux d'occupation très élevés.

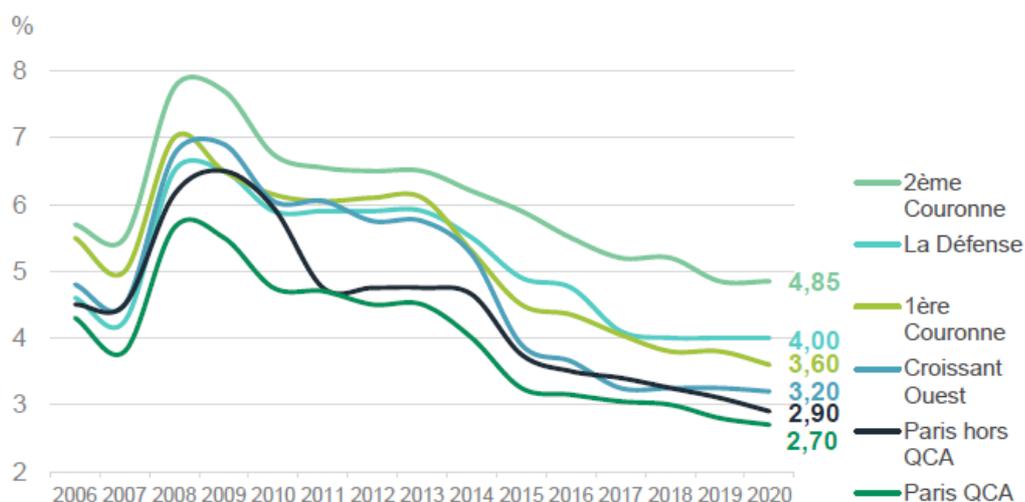
Nous présentons ci-après l'évolution du taux de rendement « primes » de bureau²³ pour les différentes zones de l'Île-de-France :

²¹ Hors taxes et hors charges

²² Le rendement prime désigne le taux de rendement minimum obtenu pour l'acquisition d'un bâtiment qui répond à des caractéristiques précises en termes de géographie, de taille ou de qualité.

²³ BNPP Real Estate - Point Investissement - Capital Markets Bureaux T4 2020

Figure 9 – Taux de rendement “prime” et moyens (immobilier de bureau)

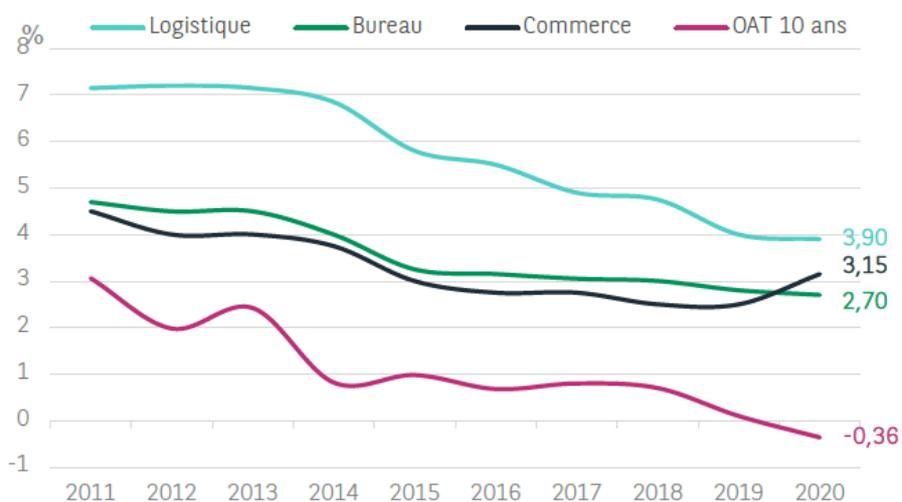


Source : BNP Paribas Real Estate

Nous observons une baisse régulière du taux de rendement « prime », notamment dans le QCA où il s'établit à 2,70% à la fin du 4^{ème} trimestre 2020.

Toutefois, comme le montre le graphique ci-dessous²⁴, comparé à un taux OAT 10 ans²⁵ qui devrait se maintenir autour de zéro voire être négatif, le taux de rendement « prime » dans le QCA devrait rester à son niveau actuel.

Figure 10 - Historique des taux de rendement "prime" et OAT 10 ans



Source : BNP Paribas Real Estate, les investissements en France, T4 2020

²⁴ BNP Real Estate – Les investissements en France – 4^{ème} trimestre 2020

²⁵ “Le taux de rendement prime sert de référentiel ou d'étalon à nombre de professionnels et d'investisseurs. Il est le reflet de l'attractivité du marché, en comparaison avec le rendement des obligations d'état à 10 ans (OAT-10)” - BNPPRE

4.1.1.3 Perspectives et facteurs de risques

Bien que 2021 semble amorcer une reprise par rapport à 2020, notamment sur le créneau des grandes surfaces²⁶ (supérieurs à 5 000m²), il reste difficile de prévoir l'évolution du marché de l'immobilier professionnel et notamment l'impact sur la stratégie des entreprises du télétravail dont l'usage observé lors des dernières années s'est fortement développé, notamment depuis les restrictions des déplacements liées à la crise sanitaire.

L'institut de l'épargne immobilière et foncière (IEIF)²⁷ a réalisé plusieurs simulations quant à l'impact du télétravail sur le marché de l'immobilier de bureau en Île-de-France sur un horizon de 10 ans. Les 3 scénarios évoqués sont les suivants :

- i) Scénario 1 : Evolution du marché de l'immobilier de bureau si la crise n'avait pas eu lieu avec une progression du télétravail comme estimé avant crise ;
- ii) Scénario 2 : Accélération de la transformation des modes de travail (notamment, recours accru au télétravail) ;
- iii) Scénario 3 : Accélération de la transformation des modes de travail en rupture en termes d'organisation du travail.

Les résultats aboutissent respectivement à une contraction du parc de bureaux franciliens de 1,7%, 6,5% et 11,8%, ce qui représente, dans le cas du scénario 2, la disparition de l'équivalent de la surface des bureaux du quartier de La Défense.

Ainsi, les foncières de bureaux doivent ajuster leurs offres à l'évolution des tendances observées (notamment le télétravail), afin de proposer à leurs clients une offre adaptée notamment en termes de flexibilité et de surfaces proposées.

4.1.2 Le marché de l'immobilier de bureau à Barcelone et à Madrid

Afin de comprendre l'environnement dans lequel évolue COLONIAL, nous présenterons succinctement l'environnement économique en Espagne, puis les principales caractéristiques de l'immobilier de bureau à Barcelone et à Madrid qui sont les deux villes regroupant l'ensemble de la partie espagnole du patrimoine de COLONIAL. Enfin, nous présenterons les grandes tendances et perspectives de marché dans un environnement incertain, conséquence de la crise sanitaire relative à la pandémie de Coronavirus.

²⁶ BNP Real Estate – Les Bureau en Île-de-France – 1^{er} trimestre 2021 / 13 transactions sur le 1^{er} trimestre 2021 vs. 10 sur le 1^{er} trimestre 2020

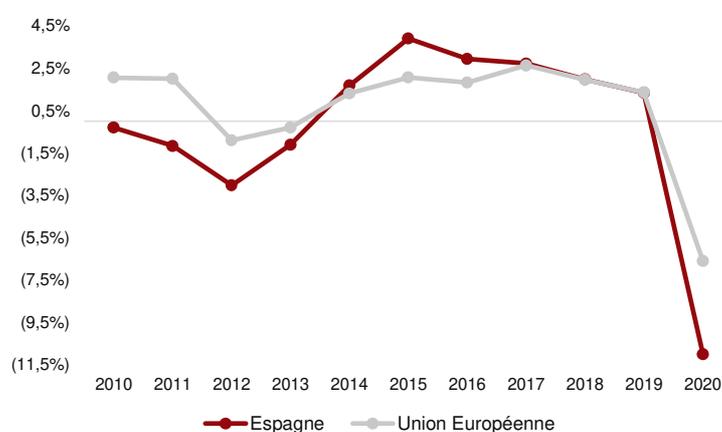
²⁷ IEIF – Etude publiée le 11 janvier 2021

4.1.2.1 Environnement macroéconomique espagnol

Après la crise financière et économique de 2008 qui a touché l'ensemble des économies mondiales, l'économie espagnole a pâti de la crise des dettes souveraines qui a entamé sa capacité à rebondir au début des années 2010. Ce n'est qu'après 2013 que l'économie espagnole a pu redémarrer, en présentant des performances économiques parmi les plus dynamiques de l'Union Européenne : entre 2014 et 2019, le taux de croissance du PIB espagnol était en moyenne de 2,4% par an contre 1,2% en France et 1,9% dans l'ensemble de l'Europe.

A l'instar de la situation économique mondiale, l'économie européenne, et donc espagnole, ont été sévèrement touchées par la crise économique liée à la pandémie de Covid-19. Avec une baisse du PIB de -11% en 2020 (soit une baisse accrue de 3 points par rapport à la France cf. ci-avant), l'Espagne est l'un des pays de l'OCDE dont l'économie a été la plus impactée par la crise.

Figure 11 – Taux de croissance historiques des PIB espagnol et européen sur la période 2010-2020

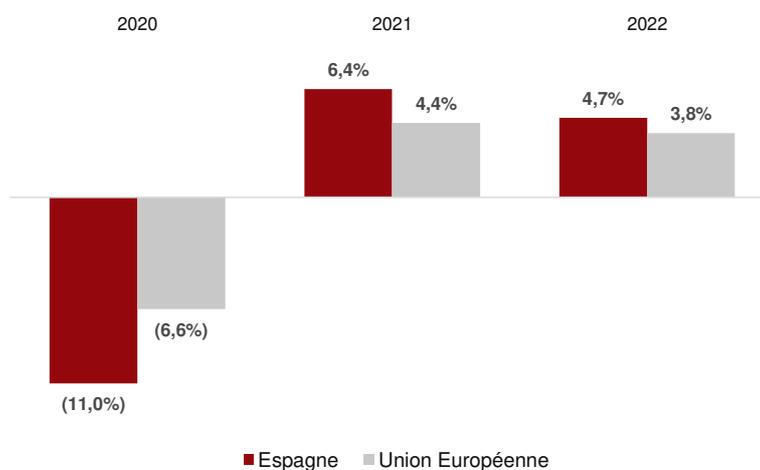


Source : Banque Mondiale, FMI et Analyses FINEXSI

L'Espagne est cependant l'un des pays censés le mieux récupérer de cette crise grâce notamment à une aide à l'échelle européenne²⁸. Le FMI estime que le taux de croissance du PIB espagnol devrait être de l'ordre de 6,4 et 4,7% en 2021 et 2022, soit des niveaux de croissance supérieurs à la majorité des pays de l'UE (dont la France avec un différentiel de 0,5 point cf. ci-avant).

²⁸ L'Espagne est en effet le second plus gros bénéficiaire du plan de relance européen « NextGenerationEU ».

Figure 12 – Projections de croissance des PIB espagnol et européen sur la période 2020-2022



Source : FMI (perspectives de l'économie mondiale, Avril 2021), Analyses FINEXSI

4.1.2.2 Panorama de l'immobilier de bureau à Barcelone et Madrid en 2020

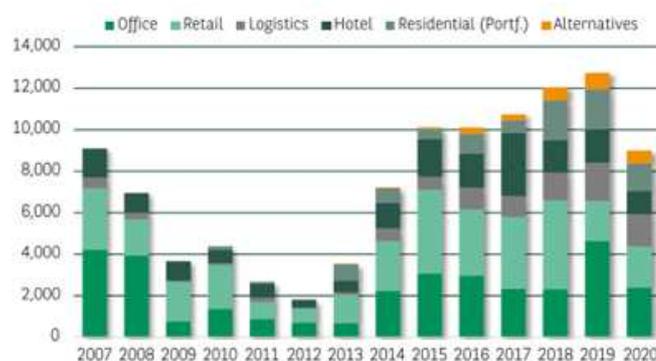
4.1.2.2.1 Impact de la crise sanitaire sur le marché de l'immobilier de bureau à Madrid et Barcelone en 2020

D'un point de vue économique, l'incertitude issue de la pandémie de Covid-19 a fortement ralenti l'activité sur le marché de l'immobilier de bureau tout au long de l'année 2020 : beaucoup de contrats ont en effet été arrêtés ou reportés par les entreprises dans l'attente d'avoir une meilleure visibilité sur l'évolution de la situation économique sur le moyen long terme.

Des investissements en immobilier d'entreprise en fort recul en Espagne sur 2020 :

A l'instar de la France, les investissements réalisés en immobilier d'entreprise dans son ensemble sont en net recul en 2020, s'établissant à 9 Mds€ contre près de 13 Mds€ en 2019. Cette baisse touche l'ensemble des classes d'actifs, que ce soient les bureaux, les hôtels ou les commerces.

Figure 13 - Investissement dans l'immobilier d'entreprise en Espagne sur la période 2007-2020



Source : BNPP Real Estate – Investment Spain, Q4 2020

Investissement dans l'immobilier de bureaux à Barcelone et à Madrid

Les investissements dans l'immobilier de bureau à Madrid s'établissaient en 2020 à 1 170 M€²⁹, représentant 65% de l'investissement total dans ce secteur en Espagne (1 800 M€ en 2020).

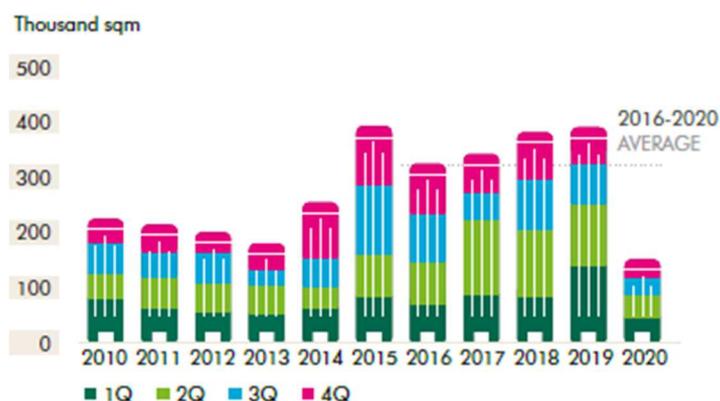
A Barcelone, le montant de ces investissements est quant à lui relativement moins élevé qu'à Madrid, s'établissant à 473 M€ en 2020. En effet, plusieurs opérations ont dû être suspendues ou reportées du fait de la crise sanitaire.

²⁹ CBRE, Madrid Office Market, Q4 2020

Evolution de la demande placée

A Barcelone comme à Madrid, l'année 2020 est marquée par une baisse de la demande placée qui, dans un contexte de crise sanitaire, traduit les réticences des entreprises à s'engager sur le moyen et long terme par manque de visibilité.

Figure 14 – Evolution de demande placée à Barcelone sur la période 2010-2020



Source : CBRE Research, Barcelona Office Market, Q4 2020

La demande placée s'établit à 160 000 m² à Barcelone en 2020, ce qui représente une baisse de 60% par rapport à 2019 et 50% par rapport à la moyenne 5 ans. A noter cependant le dynamisme du quartier 22@³⁰ particulièrement notable au T4 2020 avec 3 transactions représentant 37% des espaces loués pendant cette période.

Figure 15 – Evolution de demande placée à Madrid sur la période 2010-2020



Source : CBRE Research, Madrid Office Market, Q4 2020

³⁰ Considéré comme le quartier de la technologie et de l'innovation de Barcelone

Avec une demande placée de 338 000m² en 2020, la demande madrilène présente des chiffres en retrait significatif par rapport à 2015-2019, et au niveau de 2014. Cependant, malgré le climat d'incertitude lié à la crise sanitaire, 11 transactions impliquant des surfaces de plus de 6 000m² ont été signées cette année, dont 4 au T4 2020.

4.1.2.2.2 Présentation du QCA de Barcelone et Madrid

Les quartiers centraux des affaires de Barcelone et de Madrid se présentent comme suit :

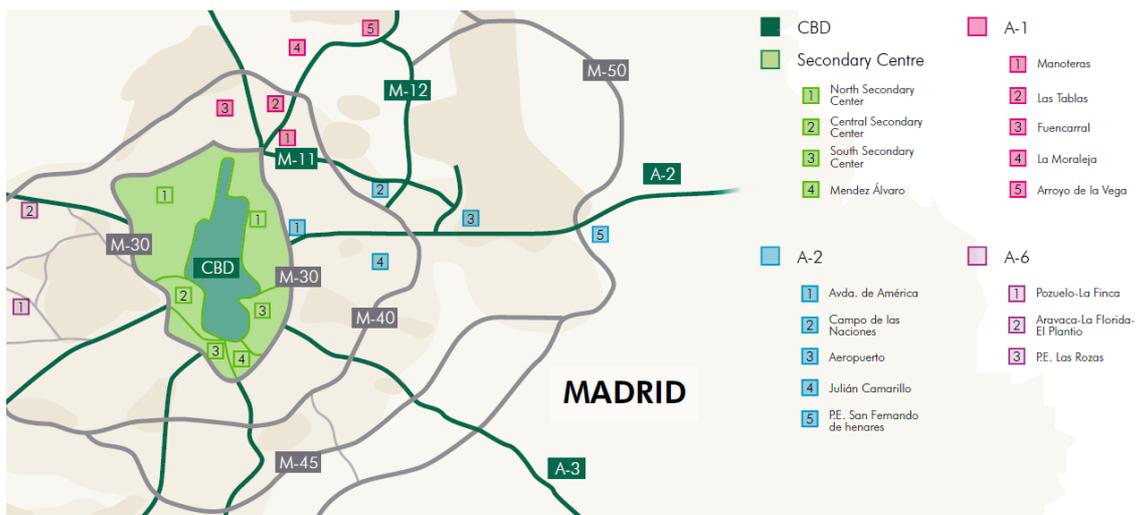
- **Le QCA de Barcelone** s'articule autour de *Passeig de Gracia* et une partie de l'*Avinguda Diagonal* qui en forme la partie *prime*. La ville présente également d'autres quartiers d'affaires comme le *22@* (quartier de la technologie et de l'innovation) au nord-est de la ville ;
- **Le QCA de Madrid**, l'un des plus importants en Europe, est un peu plus diffus avec une partie « prime » qui se concentre le long du *Paseo de la Castellana*.

Les QCA de Barcelone et Madrid sont présentés schématiquement ci-dessous :

Figure 16 – Cartes des QCA de Barcelone et de Madrid



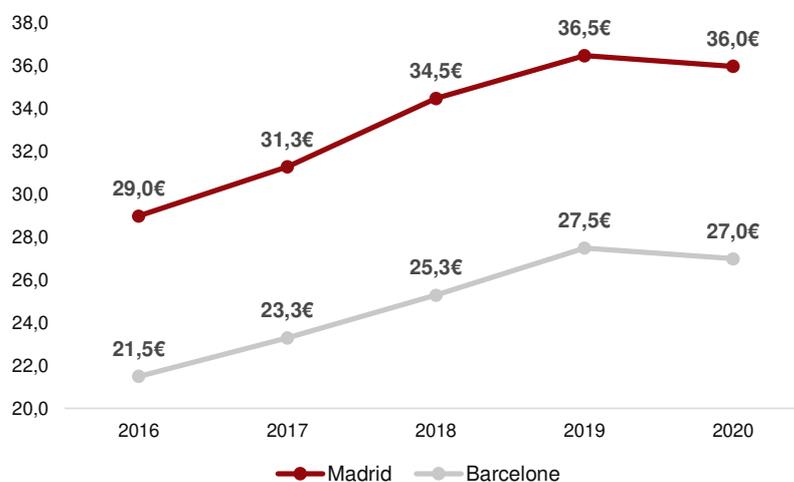
Source : CBRE – Marketview – Barcelona Office Market Q4 2020



Source : CBRE – Marketview – Madrid Office Market Q4 2020

Evolution des loyers observés à Barcelone et Madrid

Figure 17 – Evolution des loyers « prime » mensuels à Madrid et à Barcelone sur la période 2016-2020



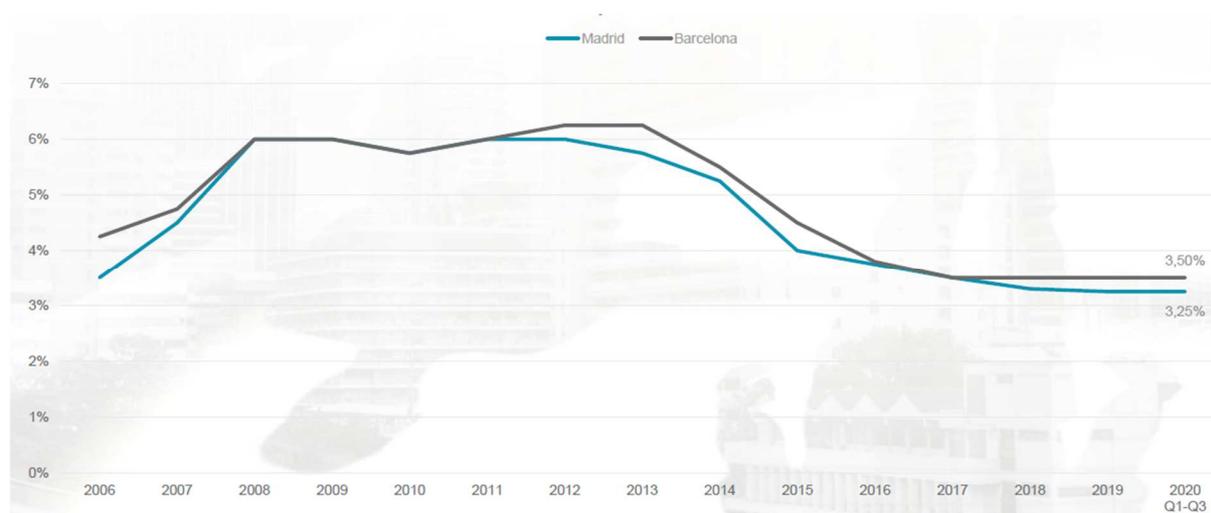
Source : Résultats 2020 de COLONIAL, Analyses FINEXSI

La faible demande par rapport à une offre en hausse – que l'on observe au niveau de la demande placée et des taux de vacance – ont conduit à une légère baisse des loyers *prime* en 2020 après une hausse significative continue les années précédentes.

Ceux-ci s'élèvent sur une base annuelle à environ 432€/m²/an pour Madrid et à environ 324€/m²/an pour Barcelone.

Evolution du taux de rendements « prime »

Figure 18 – Taux de rendement "prime" de l'immobilier de bureau à Barcelone et Madrid



Source : Cushman & Wakefield / Colonial, Office market in Paris, Barcelona and Madrid

En 2020, les taux de rendement « prime » s'établissent à 3,50% à Madrid et 3,25% à Barcelone, soit des niveaux globalement stables par rapport aux années 2017-2019, et ce malgré le contexte

de crise lié à la pandémie de Covid-19. Ces taux sont supérieurs à ceux observés à Paris pour des actifs équivalents.

4.1.2.3 Perspectives et facteurs de risques

Bien qu'il semble difficile de prévoir l'évolution du marché de l'immobilier de bureau espagnol, une reprise s'est amorcée fin 2020 et se poursuivra probablement sur 2021, grâce notamment aux campagnes de vaccination en cours. D'après une étude CBRE³¹, en considérant que la reprise de l'économie espagnole soit conforme aux prévisions, l'étude estime un retour au niveau d'avant crise à partir de 2022, avec cependant une hausse temporaire du taux de vacance à fin 2021 qui devrait se stabiliser dès début 2022.

L'étude considère également l'émergence du télétravail comme la véritable inconnue, notamment en ce qui concerne l'amplitude de cette pratique à long terme, mais considère néanmoins que les entreprises auront toujours besoin de bureaux afin de promouvoir l'innovation, la créativité et l'esprit d'équipe.

En ce qui concerne l'évolution des loyers « primes », CBRE prévoit que ces derniers se maintiendront à un niveau élevé, avec cependant une légère baisse anticipée d'ici fin 2021, avant de repartir à la hausse à partir de 2022. En tout état de cause, CBRE anticipe un creusement de l'écart entre les loyers « primes » et les loyers afférents aux actifs de qualité inférieure.

Enfin, en dépit de la situation économique particulière et incertaine que nous traversons, des tendances émergent et se renforcent et joueront probablement un rôle central dans le futur du marché de l'immobilier de bureau, notamment en Espagne. Selon plusieurs études, notamment réalisées par CBRE³² ou encore CUSHMAN & WAKEFIELD³³, les principaux enjeux à venir sont les suivants :

- Constructions efficaces et durables : l'impact environnemental de l'immobilier présente deux composantes majeures associées à la construction et à l'efficacité énergétique ;
- Coworking et économie de partage : avec l'émergence de l'économie de partage qui vise à utiliser les ressources de la manière la plus efficace possible, de nouveaux *business models*, produits et services ont vu le jour ;
- Smart Buildings / IA : une des tendances les plus importantes dans le secteur ces dernières années est les « *smart buildings* », bâtiments intelligents intégrant un ensemble de processus et technologie optimisant sa gestion par les exploitants et le confort des usagers ;
- Accessibilité : les connexions entre les centres urbains et les lieux de travail sont une priorité croissante pour des raisons de pollution et de bien-être pour les salariés ;
- Espace bien-être et intégration sociale : les salles de pause, espaces partagés, cafétérias, ou encore les salles de sport sont autant d'éléments valorisés par les employés dans une entreprise ;

³¹ CBRE - Real Estate – « *Market Outlook 2021 – Spain* »

³² CBRE - Real Estate – « *Market Outlook 2021 – Spain* »

³³ CUSHMAN & WAKEFIELD – « *The Future of Workplace – How Covid-19 and data shape the new workplace ecosystem* »

- **Biodiversité et espaces verts** : le besoin en espaces verts dans les villes est de plus en plus important avec les sujets de pollution et de densité de population au cœur de ces dernières.

4.1.3 Un cadre réglementaire des baux commerciaux plus souple en Espagne

Contrairement à la législation applicable en France qui prévoit notamment des durées minimales pour les baux commerciaux de 3 ans, 6 ans et 9 ans, il n'existe pas ce type de contraintes réglementaires en termes de durée en Espagne où ce sont plutôt les conditions contractuelles (i.e. la loi des parties) qui prévalent.

Cette situation conduit à une visibilité moindre des revenus avec des échéances moyennes de contrats qui sont plus courtes, ce que l'on observe effectivement en termes de durée moyenne résiduelle des baux pour le patrimoine espagnol par rapport au patrimoine parisien de COLONIAL.

Cette moindre visibilité se traduit, en revanche, par une plus grande flexibilité pour le bailleur, lequel peut concrétiser plus facilement les potentiels de réversion qui interviennent à l'échéance des baux.

4.1.4 Les principaux indicateurs du secteur immobilier définis par l'EPRA

L'EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA) est une association à but non lucratif représentant les sociétés immobilières européennes cotées en bourse qui établit certaines normes permettant aux foncières de communiquer des informations financières pertinentes reflétant notamment la juste valeur actuelle de leurs actifs et passifs.

Ces normes permettent aux actionnaires de mieux appréhender la valeur de la société grâce à des indicateurs de performance homogènes.

Le Résultat EPRA (« *EPRA Earnings* ») est le résultat récurrent de l'exploitation des immeubles sous-jacents, c'est-à-dire le résultat de l'activité locative à partir de laquelle est déterminée la distribution de dividendes, sans prise en compte des variations des valeurs du patrimoine.

Les principaux agrégats en termes d'actifs nets retenus par les sociétés foncières et présentés ci-après sont définis comme suit :

- EPRA NRV (ou Net Reinvestment Value) : il représente la valeur des actifs nets à long terme selon une hypothèse d'une absence de cession d'actifs ;
- EPRA NTA (ou Net Tangible Value) : il reflète uniquement les actifs corporels de la société et suppose que les sociétés achètent et vendent une partie de leurs actifs. Il intègre donc la matérialisation de certains passifs d'impôts différés et droits de mutation ;
- EPRA NDV (ou Net Disposal Value) : il représente quant à lui la valeur pour les actionnaires dans le cadre d'une vente d'entreprise ordonnée, où l'intégralité des passifs afférents aux droits de mutation, aux impôts différés, aux instruments financiers et à certains autres ajustements sont calculés en écartant toute optimisation fiscale. Les actifs incorporels sont exclus de cette méthodologie.

Précisons ici que les indicateurs EPRA relatifs aux actifs nets ont évolué au cours des derniers mois : la valeur de liquidation³⁴ autrefois appréhendée par l'ANR EPRA NNNNAV (ou ANR Triple Net) est désormais appréhendée par l'ANR EPRA NDV, lequel ne tient pas compte de la réévaluation de certains actifs incorporels.

Les indicateurs EPRA permettent également d'harmoniser la communication financière relative au taux de vacance, défini comme les valeurs locatives de marché des surfaces vacantes rapportées à la valeur locative de marché de toutes les surfaces.

4.2 Présentation de SFL

4.2.1 Rappel de l'historique de SFL

La SOCIETE FONCIERE LYONNAISE est créée en 1879 par Henri Germain fondateur du Crédit Lyonnais puis introduite en bourse cette même année.

Elle détenait à la fin des années 1970 un patrimoine immobilier de qualité situé à Paris et bénéficiant d'emplacements privilégiés d'une superficie de 185 000m² constitué pour moitié de locaux commerciaux et pour le reste d'immeubles d'habitation. Son activité s'est ensuite concentrée sur l'immobilier de bureau et de commerce.

SFL opte pour le statut de SIIC³⁵ en 2004 et recentre son patrimoine immobilier sur l'immobilier tertiaire « prime » parisien. Elle détient fin 2020 un patrimoine constitué de 20 immeubles, d'une superficie totale de 393 300m², composé de bureaux (78%) et de commerces (21%). La valeur (hors droits) est estimée au 31 décembre 2020 à 7,46 Mds€.

4.2.2 Le patrimoine immobilier de SFL

4.2.2.1 Présentation générale du patrimoine immobilier de SFL

Les actifs immobiliers de SFL sont détenus soit directement, soit dans le cadre de sociétés civiles immobilières (SCI) dédiées à un ou plusieurs actifs, dans des sociétés en nom collectif (SNC) ou des sociétés par actions simplifiée (SAS) elles-mêmes détenant plusieurs sociétés civiles. SFL détient le contrôle de l'ensemble de ses filiales. PREDICA possède une participation non contrôlante dans deux d'entre elles : la SCI WASHINGTON et la SAS PARHOLDING qui elle-même détient trois sociétés civiles.

Nous présentons dans les deux figures ci-dessous la localisation des différents actifs de SFL ainsi que les principales caractéristiques associées à ces derniers, telles que mentionnées dans le Document d'Enregistrement Universel (DEU) 2020 de la société, déposé auprès de l'AMF.

³⁴ Ici la valeur pour les actionnaires dans le cadre d'une vente d'entreprise ordonnée, où l'intégralité des passifs sont remboursés

³⁵ Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées

Figure 19 - Localisation des actifs détenus par SFL



Source : Document Universel d'Enregistrement 2020 COLONIAL

Ainsi, nous observons que les actifs détenus par SFL sont majoritairement situés dans le QCA parisien correspondant à la zone de couleur bleu pâle sur la carte et très marginalement en 1^{ère} couronne.

Figure 20 – Patrimoine de SFL au 31 décembre 2020

Lieu	Immeubles en portefeuille	Surfaces totales (m ²)	Bureaux (m ²)	Commerces (m ²)	Autres surfaces ¹ (m ²)
2e arr. de Paris	#cloud.paris	35 004	28 192	0	6 812
2e arr. de Paris	6 Hanovre	4 608	3 325	0	1 282
7e arr. de Paris	103 Grenelle	18 865	15 585	258	3 022
8e arr. de Paris	Washington Plaza	48 176	40 220	406	7 551
8e arr. de Paris	106 Haussmann	13 434	11 683	791	960
8e arr. de Paris	Galerie des Champs-Élysées	8 662	0	4 719	3 943
8e arr. de Paris	90 Champs-Élysées	8 861	7 912	932	17
8e arr. de Paris	92 Champs-Élysées	7 692	4 110	3 089	493
8e arr. de Paris	Cézanne Saint-Honoré	29 048	24 437	1 849	2 761
9e arr. de Paris	Condorcet	24 883	20 376	0	4 507
9e arr. de Paris	Édouard VII	54 120	28 412	7 331	18 376
12e arr. de Paris	Rives de Seine	22 671	20 270	0	2 401
17e arr. de Paris	131 Wagram	9 185	7 100	0	2 085
Neuilly-sur-Seine	176 Charles de Gaulle	7 381	5 749	389	1 243
Issy-les-Moulineaux	Le Vaisseau	6 332	6 026	0	306
Sous-total patrimoine en exploitation		298 922	223 397	19 764	55 759
1er arr. de Paris	Louvre Saint-Honoré	47 674	25 225	16 000	6 450
15e arr. de Paris	Biome	24 470	21 762	0	2 707
16e arr. de Paris	83 Marceau	9 587	9 277	0	310
Sous-total patrimoine en développement		81 731	56 264	16 000	9 467
8e arr. de Paris	9 Percier	6 689	5 945	0	744
17e arr. de Paris	112 Wagram	5 998	4 470	892	637
Sous-total patrimoine cédé		12 687	10 415	892	1 381
Total		393 340	290 076	36 656	66 606
% par type de bien			74%	9%	17%

1 : Hôtel, Cinéma, Habitation, RIE / Fitness, surfaces d'infrastructures et surfaces annexes

Source : Document Universel d'Enregistrement 2020, Analyses FINEXSI

Au 31 décembre 2020, les surfaces en développement constituent environ 17% du patrimoine du groupe. Compte tenu de leur état, SFL ne perçoit pas de loyer pour ces surfaces. Les trois projets en cours sont les suivants :

- Immeuble du 83 avenue Marceau qui s'étend sur environ 9 000m², entièrement précommercialisé et dont la livraison est prévue au 3^{ème} trimestre 2021 ;
- Immeuble de bureaux Biome pour environ 24 000m² qui sera livré mi-2022 ;
- Immeuble Louvre Saint-Honoré, pour ses surfaces de commerces, soit environ 20 000m². Des travaux de curage ont débuté en septembre 2020 et la livraison de l'actif devrait intervenir en 2024. Il est déjà pré commercialisé.

Les deux immeubles présentés en cours de cession dans le tableau ci-dessus ont depuis été cédés dans le cadre de la stratégie de rotation des actifs matures :

- 112 Wagram, dont la cession définitive a été réalisée le 13 janvier 2021 pour un prix net vendeur de 120,5 M€ ;

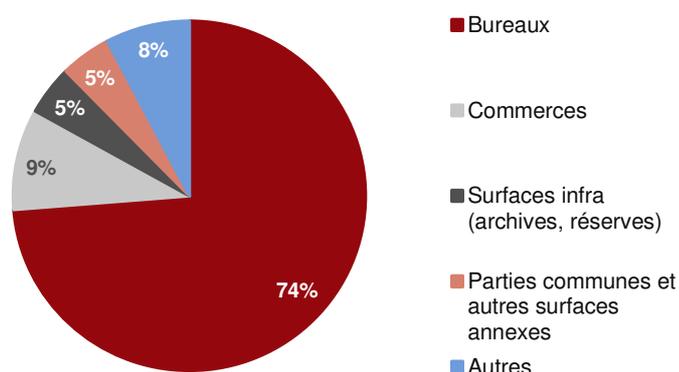
- 9 Percier, avec une réalisation de la cession définitive le 17 février 2021 pour un montant de 143,5 M€ hors droits.

Le patrimoine immobilier de SFL au 31 décembre 2020 est valorisé à 7,46 Mds€, après prise en compte de la fiscalité (hors droit), soit une augmentation de 4,2% par rapport à l'exercice précédent pour un périmètre inchangé. Cette hausse vient de deux principaux éléments :

- SFL est parvenue, malgré les restrictions liées à la crise sanitaire, à avancer sur ses projets en développement pendant l'exercice. En effet, SFL a pu débiter les travaux de curage des commerces de Louvre Saint-Honoré, poursuivre le chantier Biome ou encore précommercialiser la totalité de l'immeuble du 83 Marceau ;
- La baisse des taux de rendement constatée sur les actifs les plus qualitatifs en 2020, dont l'incidence favorable a été compensée en partie par la baisse de la valeur des surfaces de commerce dues à des perspectives dégradées de leurs revenus locatifs compte tenu de l'incidence des mesures de fermetures prises à la suite de la crise sanitaire.

4.2.2.2 Synthèse des caractéristiques opérationnelles du patrimoine de SFL

Figure 21 – Répartition par typologie d'actifs des surfaces du patrimoine de SFL



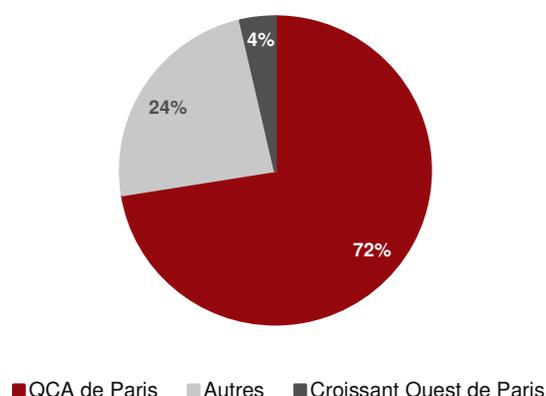
Source : Document Universel d'Enregistrement 2020, Analyses FINEXSI

Le patrimoine de SFL est principalement constitué d'immeubles de bureaux de première catégorie « prime » et de commerces représentant respectivement 74% et 9% des surfaces.

En termes de loyers, les bureaux représentent 82% et les commerces 17%³⁶ des revenus de SFL.

³⁶ Présentation des résultats annuels 2020 de SFL du 12/02/2021

Figure 22 – Répartition géographique des surfaces de SFL



Source : Document Universel d'Enregistrement 2020, Analyses FINEXSI

Les actifs sont principalement localisés dans la ville de Paris (96%), et essentiellement dans son Quartier Central des Affaires (72%). Les actifs hors Paris intramuros ne représentent que 4% du patrimoine de SFL et sont situés dans les Hauts de Seine (92).

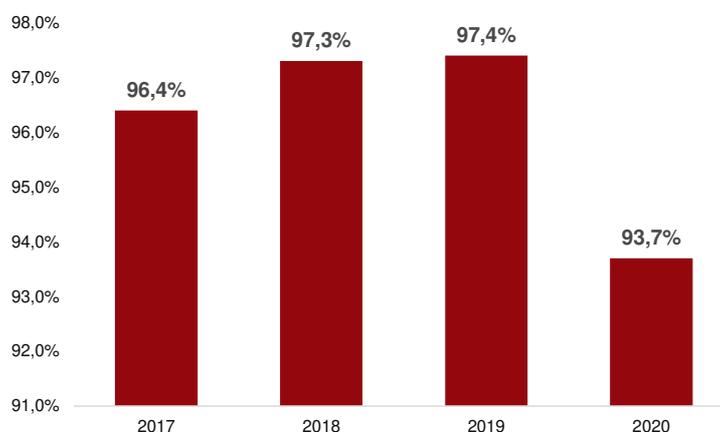
Il n'y a pas eu d'acquisition ni de cession au cours des exercices 2018 à 2020. Dans le cadre de sa politique de rotation du patrimoine, SFL a mis en œuvre au dernier trimestre 2020 un processus de cessions des actifs situés 112 avenue de Wagram et 9 avenue Percier, dont la réalisation est intervenue début 2021.

4.2.2.3 Taux d'occupation au sein du portefeuille de SFL

Le taux d'occupation physique atteint 93,7% avec un taux de vacance financière EPRA de 6,0% en 2020 contre 97,4% et 1,6% en 2019. En conséquence, les coûts directs de vacance sont donc passés de 1,7 M€ en 2019 à 3,2 M€ en 2020.

Ce taux d'occupation, moins élevé que lors de l'exercice précédent, atteste d'une faible vacance du patrimoine en exploitation. De plus, SFL a comme objectif financier de réduire le taux de vacance, notamment en poursuivant la pré commercialisation des actifs en restructuration.

Figure 23 – Evolution du taux d'occupation physique de SFL sur la période 2017-2020



Source : Documents Universels d'Enregistrement 2019 et 2020, Rapport annuel 2018 et Analyses FINEXSI

Certains actifs ont un taux d'occupation de 100%, il s'agit notamment des actifs suivants : 6 Hanovre, Condorcet, Rives de Seine, Louvre Saint Honoré, 131 Wagram, 90 Champs-Elysées, 92 Champs-Elysées. Les actifs cédés 9 Percier et 112 Wagram présentaient également des taux d'occupation de 100%.

D'autres actifs, à l'inverse ont un taux d'occupation plus bas³⁷, 103 Grenelle, occupé à hauteur de 66%, 176 Charles de Gaulle, avec un taux d'occupation de 86% ou le Vaisseau à Issy-les-Moulineaux dont le taux d'occupation est de 0%, la rénovation de cet actif venant tout juste d'être achevée.

4.2.3 Présentation synthétique des données financières historiques récentes de SFL

SFL clôture ses comptes annuels le 31 décembre de chaque année. Les agrégats financiers ci-dessous sont établis selon les comptes consolidés annuels au 31 décembre 2020 qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes (PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDIT et DELOITTE ET ASSOCIES) et figurent dans le Document d'enregistrement universel (DEU) enregistré auprès de l'AMF le 15 mars 2021. Les comptes de SFL comprennent ainsi la société de tête et l'ensemble de ses filiales détentrices des actifs immobiliers, qui sont consolidées par intégration globale, car elles sont contrôlées par SFL.

Conformément à la bonne pratique en termes de communication financière pour les sociétés immobilières (et notamment les SIIC), SFL présente un compte de résultat et ses principaux indicateurs financiers en ligne avec les recommandations de l'EPRA.

³⁷ Source : Présentation des résultats annuels 2020 du 12 février 2021

4.2.3.1 Bilan de SFL

Figure 24 – Bilan consolidé actif de SFL sur la période 2018-2020

en K€	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Immobilisations incorporelles	659	532	1 244
Immobilisations corporelles	20 834	20 325	20 804
Immeubles de placement	6 458 430	7 045 049	7 081 176
Actifs financiers	820	8 225	514
Autres actifs	32	8 233	26 832
Total Actifs non-courants	6 480 775	7 082 364	7 130 570
Immeubles de placement destinés à la vente	-	-	259 459
Clients et autres débiteurs	82 351	78 735	83 431
Autres actifs	371	234	2 050
Trésorerie et équivalents de trésorerie	25 304	54 002	15 283
Total Actifs courants	108 026	132 971	360 223
Total Actif	6 588 801	7 215 335	7 490 793

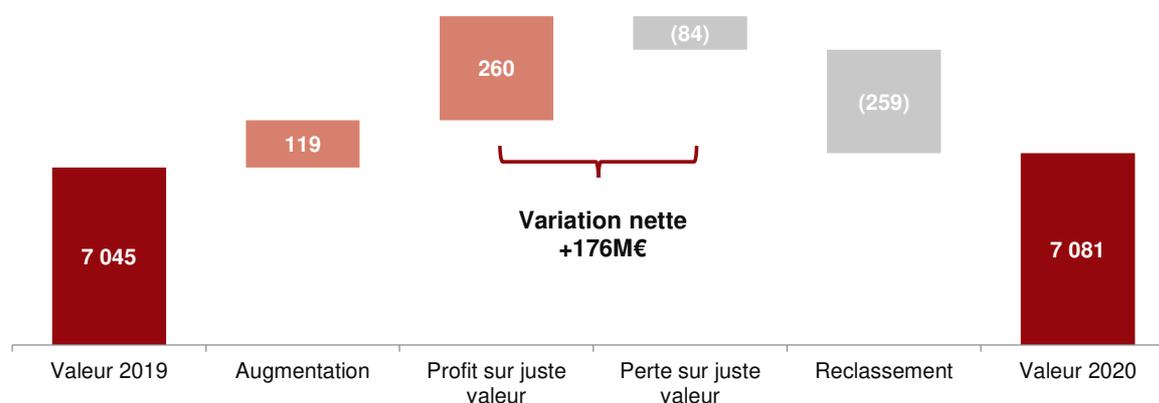
Source : Documents Universels d'Enregistrement 2019 et 2020 et Analyses FINEXSI

Le principal poste du bilan correspond aux immeubles de placement pour un montant de 7 081 M€ au 31 décembre 2020, hors patrimoine destiné à la vente et cédé début 2021 qui est identifié dans une rubrique spécifique. Il représente plus de 95% du total de l'actif.

Il s'agit des biens immobiliers détenus par la foncière pour en retirer des loyers. Ces immeubles sont réévalués à leur juste valeur en application des règles comptables IFRS. Ces réévaluations sont effectuées sur la base des rapports d'évaluation réalisés par des experts immobiliers indépendants. Dans le cas de SFL, les experts intervenant sont deux cabinets de réputation mondiale : CUSHMAN & WAKEFIELD et CBRE. Les variations de juste valeur sont comptabilisées au compte de résultat.

L'augmentation du poste « immeubles de placement » de 36 M€ s'analyse comme suit par nature d'éléments :

Figure 25 – Evolution du poste « immeubles de placement » entre 2019 et 2020



Source : Document Universel d'Enregistrement 2020, Analyses FINEXSI

Deux actifs ont été reclassés en « immeuble de placement destinés à la vente » au 31 décembre 2020. Les prix de cession sont les suivantes :

- Un prix net vendeur de 120,5 M€ pour l'immeuble 112 Wagram, dont la cession définitive a été réalisée en janvier 2021 ;
- Un prix net vendeur de 143,5 M€ pour l'immeuble 9 Percier, avec une réalisation de la cession définitive en février 2021.

La juste valeur retenue correspond au prix de vente ou de la promesse de vente diminué des frais de transaction pour ces deux actifs et de l'impact des franchises.

Les autres actifs non-courants se composent de paiements d'avance pour un montant total de 27 M€, contre 8 M€ l'exercice précédent. Ces paiements d'avance non-courants concernent les travaux de restructuration des immeubles Biome et 83 avenue Marceau.

Figure 26 – Bilan consolidé passif de SFL sur la période 2018-2020

en K€	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Capitaux propres, part du Groupe	4 009 856	4 485 205	4 646 526
Intérêts minoritaires	502 107	551 770	550 442
Total des capitaux propres	4 511 963	5 036 975	5 196 968
Emprunts et dérivés passifs	1 494 080	1 441 490	1 476 560
Provisions non courantes	1 220	1 414	1 608
Impôts différés passifs	205 062	221 571	217 266
Dettes fiscales	13 368	5 142	-
Autres passifs	23 214	26 870	27 691
Total Passifs non-courants	1 736 944	1 696 487	1 723 126
Fournisseurs et autres créditeurs	25 320	26 196	43 708
Emprunts et concours bancaires	268 958	392 814	480 937
Provisions courantes	1 349	1 123	1 007
Autres passifs	44 267	61 740	45 047
Total Passifs courants	339 894	481 873	570 699
Total Passif	6 588 801	7 215 335	7 490 793

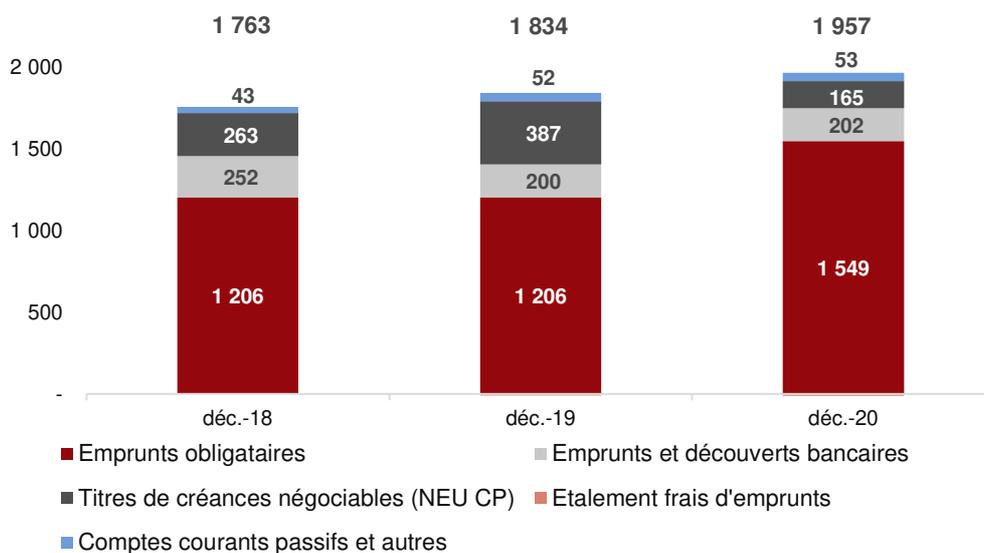
Source : Documents Universels d'Enregistrement 2019 et 2020 et Analyses FINEXSI

Les intérêts minoritaires sont relatifs à la part détenue par PREDICA dans les filiales de SFL, au titre du résultat de l'exercice et des montants figurant dans les réserves.

Les emprunts, concours bancaires, et dérivés passifs s'élèvent à 1 957 M€ au 31 décembre 2020, contre 1 834 M€ pour l'exercice précédent, soit une hausse de 123 M€. La variation s'explique principalement par l'émission en mai 2020 d'un emprunt obligataire de 500 M€ à 7 ans assorti d'un coupon de 1,50%. Elle est compensée par le rachat de deux souches obligataires à échéance 2021 et 2022 pour un montant nominal total de 161 M€ ainsi que par la baisse des titres de créances négociables à court terme de 222 M€.

Au 31 décembre 2020, les emprunts et dérivés passifs se composent de 1 549 M€ d'emprunts obligataires, de 198 M€ d'emprunts bancaires, de 165 M€ de titres de créances négociables à court terme et de 46 M€ de comptes courants passifs, découverts bancaires, étalement de commissions sur emprunts et swaps de taux.

Figure 27 – Détail des emprunts sur la période 2018-2020 (en M€)



Source : Documents Universels d'Enregistrement 2019 et 2020 et Analyses FINEXSI

Après prise en compte de la trésorerie active et retraité des comptes courants passifs, l'endettement net communiqué par SFL dans son Document d'Enregistrement Universel³⁸ s'élève à 1 890 M€ à fin 2020 et à 1 732 M€ à fin 2019.

Le niveau d'endettement d'une société foncière s'apprécie sur la base du ratio *Loan to Value (LTV)* qui rapporte les dettes financières nettes au patrimoine immobilier réévalué.

Ce ratio s'élève à 23,8% au 31 décembre 2020 et à 22,7% au 31 décembre 2019³⁹, ce qui est particulièrement faible comparé aux autres foncières de bureaux (LTV usuellement situé dans une fourchette de 35% à 45%).

³⁸ Trésorerie à l'actif de 15,3 M€ et comptes courants passifs de 52,2 M€

³⁹ Source : Documents d'Enregistrement Universels 2019 et 2020

4.2.3.2 Compte de résultat de SFL

Figure 28 – Compte de résultat de SFL sur la période 2018-2020

en K€	2018	2019	2020	Var. 19 vs. 20
Revenus locatifs	193 509	198 710	182 424	(8,2)%
Charges immobilières nettes de récupération	(10 773)	(9 897)	(8 302)	(16,1)%
Loyers nets	182 736	188 813	174 122	(7,8)%
Autres revenus et produits	4 009	9 003	4 336	(51,8)%
Amortissements et provisions	(2 873)	(2 114)	(2 615)	23,7 %
Personnel et frais généraux	(21 775)	(22 936)	(23 235)	1,3 %
Résultat opérationnel (hors cessions et variation de valeur)	162 097	172 766	152 608	(11,7)%
% marge	88,7 %	91,5 %	87,6 %	
Résultat des cessions	22	-	-	NA
Variation de valeur des immeubles	289 014	526 889	176 526	(66,5)%
Résultat financier	(51 987)	(28 123)	(34 330)	22,1 %
Impôts	(14 494)	(23 809)	1 548	(106,5)%
Résultat net	384 653	647 724	296 353	(54,2)%
% marge	210,5 %	343,1 %	170,2 %	
Résultat des minoritaires	33 010	57 962	9 472	(83,7)%
Résultat net, part du Groupe	351 636	589 758	286 879	(51,4)%
% marge	192,4 %	312,4 %	164,8 %	

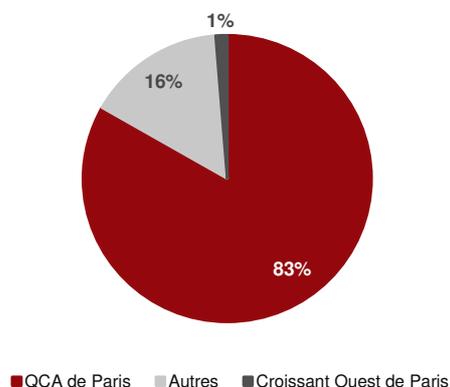
Source : Documents Universels d'Enregistrement 2019 et 2020, Rapport annuel 2018 et Analyses FINEXSI

Au 31 décembre 2020, les loyers perçus par SFL s'élèvent à 182,4 M€, en baisse de 8% par rapport à l'exercice 2019.

- Cette baisse s'explique principalement par le ralentissement de l'activité du marché locatif lié à la crise sanitaire et les mesures d'accompagnement concernant le paiement des loyers qui ont été négociées avec certains locataires notamment pour les commerces qui ont été pénalisés par les périodes de fermeture imposées par les Autorités ;
- Cette diminution s'explique également par la baisse de 6,2 M€ des revenus des surfaces en développement sur les périodes considérées en raison de la rénovation de plusieurs plateaux libérés fin 2019 et début 2020, principalement concernant les immeubles 103 Grenelle et Edouard VII ;
- La variation de la juste valeur des immeubles de +176,5 M€ en 2020 comprend les profits sur juste valeur pour 260 M€ et des pertes sur juste valeur de -84 M€ par rapport aux évaluations effectuées au 31 décembre 2019⁴⁰.
- Enfin, des indemnités ont été perçues en 2019 pour 3,2 M€.

⁴⁰ Cf. §4.2.3.1 ci-avant, évolution du poste "immeubles de placement".

Figure 29 – Répartition du chiffre d'affaires 2020 de SFL par zone géographique



Source : Document Universel d'Enregistrement 2020 et Analyses FINEXSI

Les revenus locatifs proviennent principalement des biens (bureaux et commerces) situés dans le quartier central des affaires, qui représentent 83% des loyers totaux⁴¹.

En 2020, les commercialisations de bureaux font ressortir une hausse du loyer facial moyen de 846€/m² contre 754€/m² au 31 décembre 2019, en lien avec la hausse du montant du loyer facial moyen observé dans le QCA⁴².

La durée ferme moyenne des baux est de 5,1 ans en 2020 contre 5,3 ans en 2019.

Cela traduit la bonne qualité des biens loués par SFL et offre une visibilité sur les loyers futurs.

La variation de la juste valeur des immeubles soit +176,5 M€ en 2020 correspond au profit sur juste valeur de 260 M€ et aux pertes sur juste valeur de -84 M€ par rapport aux évaluations effectuées au 31 décembre 2019 (cf. § 4.2.3.1., évolution des immeubles de placement).

Le résultat financier est négatif de 29,9 M€ et représente principalement le montant des charges financières liées à l'endettement du groupe.

4.2.3.3 Résultat net récurrent EPRA de SFL (Cash-flow récurrent)

Le contenu des agrégats présentés ci-après qui correspondent aux indicateurs définis par l'EPRA a été analysé ci avant § 4.1.3.

Le Résultat Net part du Groupe est en baisse au 31 décembre 2020 par rapport à l'année précédente puisqu'il s'établit à 286,9 M€ au lieu de 302,9 M€. Le résultat net part du Groupe intègre la revalorisation du patrimoine immobilier, soit 537 M€ en 2019 et 177 M€ en 2020. Il ne permet pas d'apprécier la performance opérationnelle propre de la société.

L'indicateur EPRA *Earnings* correspond au Résultat Net EPRA ajusté récurrent. Il constitue une mesure de la performance opérationnelle d'une société foncière : il ne prend pas en compte les évolutions de juste valeur du patrimoine, ni l'impact des cessions d'actifs.

⁴¹ Présentation des résultats annuels 2020 de SFL du 12/02/2021

⁴² Cf. partie "Présentation du QCA"

Cet indicateur permet donc de refléter les éléments qui sont liés à l'activité récurrente de la Société.

Figure 30 – Résultat net récurrent de SFL sur la période 2018-2020

en M€	2018	2019	2020
Résultat net, part du Groupe	351,6	589,8	286,9
Déduction :			
Résultat des cessions	-	-	-
Variation de valeur des immeubles de placement	(289,0)	(526,9)	(176,5)
Variation de valeur des instruments financiers, actualisation des dettes et coûts associés	21,4	1,7	5,0
Impôts associés aux postes ci-dessus	5,3	14,0	(7,9)
Intérêts mino. attachés aux postes ci-dessus	17,3	40,6	(6,7)
EPRA Earnings	106,7	119,2	100,8

Source : Documents Universels d'Enregistrement 2019 et 2020, Rapport annuel 2018 et Analyses FINEXSI

Le Résultat Net EPRA ajusté récurrent de SFL est de 100,8 M€ au 31 décembre 2020 contre 119,2 M€ un an plus tôt, soit une baisse de 15%. Comme présenté dans le tableau ci-dessus, ce dernier est calculé à partir du résultat net de la Société.

4.2.3.4 Indicateurs EPRA de SFL

Les indicateurs EPRA de SFL évoluent comme suit pour les trois derniers exercices, étant rappelé que compte tenu de changement de nomenclature de ceux-ci, l'ANR EPRA NRV, l'ANR EPRA NTA et l'ANR EPRA NDV n'étaient pas publiés avant l'exercice clos au 31 décembre 2019.

Figure 31 – Indicateurs EPRA de SFL sur la période 2018-2020

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
EPRA Earnings (en M€)	106,7	119,2	100,8
/ action (en €)	2,29 €	2,56 €	2,17 €
EPRA Cost ratio (including vacancy costs)	13,9%	13,3%	15,8%
EPRA Cost ratio (excluding vacancy costs)	12,6%	12,4%	14,0%
EPRA NAV (en M€)	4 142	4 623	4 783
/ action (en €)	89,0 €	99,4 €	102,8 €
EPRA NNAV (en M€)	4 017	4 461	4 598
/ action (en €)	86,3 €	95,9 €	98,8 €
EPRA NRV (en M€)		5 036	5 210
/ action (en €)		109,2 €	112,0 €
EPRA NTA (en M€)		5 033	5 206
/ action (en €)		108,2 €	111,9 €
EPRA NDV (en M€)		4 459	4 596
/ action (en €)		95,8 €	98,8 €
EPRA Net Initial Yield (NIY)	2,8%	2,7%	2,7%
EPRA "Topped-up" NIY	3,2%	3,0%	2,9%
EPRA Vacancy Rate	1,6%	1,6%	6,0%

Source : Documents Universels d'Enregistrement 2019 et 2020, Rapport annuel 2018 et Analyses FINEXSI

L'actif net de référence, autrefois l'actif triple net (NNNAV) est désormais l'EPRA NDV. Ce changement de référence n'a toutefois qu'une incidence très limitée comme le montre le tableau ci-dessous qui présente l'ensemble des indicateurs précités pour SFL. En effet, l'écart entre les montants de l'EPRA NRV et de l'EPRA NNAV s'élève à 2 M€ soit 0,04%.

4.2.4 Matrice SWOT de SFL

Les forces et faiblesses de SFL, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles le Groupe est confronté sur ses marchés sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Figure 32 – Matrice SWOT de SFL



Source : Analyses FINEXSI, Société

4.3 Présentation de COLONIAL

4.3.1 Rappel de l'historique de COLONIAL

La société INMOBILIARIA COLONIAL a été créée en décembre 1946 par BANCO HISPANO COLONIAL, établissement de crédit catalan, afin de gérer ses terrains et biens immobiliers, ainsi que ceux d'autres établissements financiers.

Dans le cadre de l'essor du secteur de la construction espagnole des années 1960, COLONIAL développe un projet immobilier de grande envergure à Barcelone, composé de plus de 1 000 logements locatifs et locaux commerciaux, et s'impose comme un acteur de premier plan dans cette zone, devenue le QCA de Barcelone. COLONIAL renforce dans les années 1970 et 1980 sa position sur le marché de l'immobilier espagnol.

En 1991, sous l'impulsion de son nouvel actionnaire majoritaire LA CAIXA, COLONIAL entame un repositionnement sur l'immobilier de bureau « prime »⁴³ dans les QCA de Madrid et de Barcelone tout en développant une activité de promotion immobilière et d'immobilier résidentiel.

En 1999, COLONIAL est introduite en bourse avec un flottant qui atteint 55% de son capital.

En juin 2004, COLONIAL entame une expansion européenne avec l'acquisition d'un bloc de contrôle de SFL ce qui lui permet de doubler la valeur de son portefeuille, puis renforce sa position dans le QCA de Madrid avec l'acquisition de 7 immeubles de la MUTUA MADRILEÑA.

En 2006, COLONIAL est la cible d'une OPA initiée par GRUPO INMOCARAL, avec lequel COLONIAL fusionne. En 2007, afin de diversifier son activité, COLONIAL prend une participation minoritaire dans la société de construction FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS (FCC) et acquiert RIOFISA, un spécialiste de la gestion de centres commerciaux.

La crise financière survenue en 2008 contraint COLONIAL à restructurer sa dette liée à des opérations réalisées en haut de cycle. Ses principaux créanciers⁴⁴ sont alors devenus ses principaux actionnaires, une nouvelle direction a été mise en place, et les activités ont été recentrées en tant que foncière d'immobilier de bureau, ce qui a permis le retour de la rentabilité avec des résultats positifs.

En 2010, après avoir restauré sa situation financière, COLONIAL a acquis via SFL une participation minoritaire (30%) dans SIIC DE PARIS, celle-ci a ensuite été cédée en 2014 à EUROSIC.

Après une augmentation de capital de 1 263 M€ et un emprunt syndiqué de 1 040 M€ en 2014 puis une émission obligataire de 1 250 M€ en 2015, la nouvelle structure capitalistique de COLONIAL lui permet de mettre en place une politique d'acquisition active basée sur la transformation d'entrepôts, et de renforcer sa position de leader dans l'immobilier de bureau « prime » avec son portefeuille d'actifs situés dans les QCA de Madrid, Barcelone et Paris (mise en œuvre annuellement des « programmes alpha »).

En 2018, COLONIAL renforce sa participation dans SFL avec l'acquisition de 22,2% du capital de SFL auprès du QATAR INVESTMENT AUTHORITY, sous la forme d'une transaction intégrant une composante numéraire et une composante en actions COLONIAL.

⁴³ Prime ou de qualité

⁴⁴ Le fonds CORAL PARTNERS, les banques EUROHYPO, CALYON et ROYAL BANK OF SCOTLAND

Dans sa volonté de se positionner comme un acteur majeur de l'immobilier *prime* de bureau, COLONIAL a mené une politique de gestion active vis-à-vis de son portefeuille d'actifs au cours des dernières années. Elle se caractérise, comme évoqué précédemment, par l'acquisition d'actifs stratégiques, mais également par des cessions pouvant améliorer le positionnement « *prime* » du Groupe. Les différents programmes « Alpha » qui matérialisent concrètement la gestion active du portefeuille de COLONIAL sont mis en œuvre depuis 2016 et font l'objet d'une communication financière régulière. Ils se sont notamment caractérisés par la cession d'actifs matures et/ou non stratégiques (hors QCA). En 2020, le Groupe a notamment cédé des actifs pour une valeur de plus de 600 M€, dont les actifs du portefeuille d'entrepôts logistiques du Groupe.

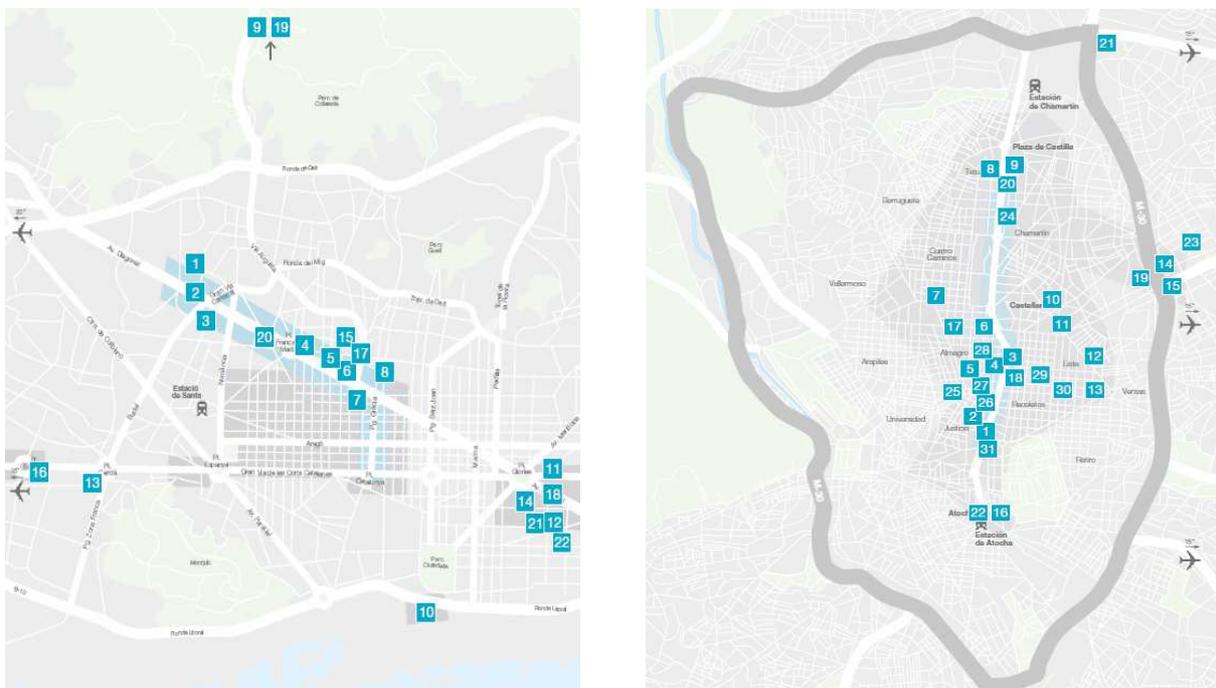
4.3.2 Le patrimoine immobilier de COLONIAL

4.3.2.1 Présentation générale du patrimoine immobilier de COLONIAL

Comme mentionné ci-avant le patrimoine de COLONIAL comprend les actifs détenus en Espagne et indirectement via SFL à Paris.

La présente partie est plus particulièrement axée sur le portefeuille de COLONIAL en Espagne puisque le patrimoine de SFL a fait l'objet d'une présentation distincte (cf. ci-avant § 4.2.2.1). Toutefois pour certaines analyses, les données ne sont disponibles qu'au niveau consolidé et elles intègrent par conséquent SFL. C'est pourquoi nous précisons lorsque les actifs parisiens de SFL sont également concernés.

Figure 33 - Localisation des principaux actifs détenus par COLONIAL à Barcelone et Madrid



Source : Document Universel d'Enregistrement 2020 de COLONIAL

Les actifs immobiliers espagnols détenus par COLONIAL comprennent environ 64 biens situés presque en totalité⁴⁵ à Barcelone et Madrid, et principalement dans les QCA respectifs de ces deux villes.

Nous présentons, dans les deux figures ci-dessous, la localisation des principaux actifs (en exploitation et en développement) de COLONIAL au 31 décembre 2020, ainsi que les principales caractéristiques associées à ces derniers, telles que mentionnées dans le Document d'enregistrement Universel 2020 de la société.

⁴⁵ Seuls 11 actifs sont situés en dehors de ces deux villes (4 au nord de Madrid et 7 à l'est de Madrid également).

Figure 34 – Principaux actifs de COLONIAL en Espagne au 31 décembre 2020

Immeubles en portefeuille	Surfaces totales en sol (m ²)	Bureaux (m ²)	Commerces (m ²)
Av. Diagonal, 609-615 (DAU/PRISMA)	21 872	21 872	-
Parc Glories	24 450	24 450	-
Av. Diagonal, 197	15 157	14 772	385
Parc Glories II (S. Ávila, 110-130)	17 860	17 860	-
Illacuna	20 451	19 639	812
Sant Cugat Nord	27 217	27 217	-
Actifs en exploitation	127 007	125 810	1 197
Torre Marenostrum	7 822	7 822	-
Av. Diagonal, 530	4 723	2 168	2 555
Av. Diagonal, 523-525	5 706	5 706	-
Actifs en développement	18 251	15 696	2 555
Principaux actifs à Barcelone	145 258	141 506	3 752
Santa Hortensia, 26-28	40 029	40 029	-
Recoletos, 37-41	17 202	13 642	3 560
Almagro, 9	15 094	15 094	-
Poeta Joan Maragall, 53	16 015	13 685	2 330
Jose Abascal, 56	11 529	10 061	1 468
Martinez Villergas, 49	24 135	24 135	-
Santa Engracia	13 664	13 444	220
The Window (P. de Vergara, 112-114)	11 367	11 367	-
P. Castellana, 163	10 773	10 493	280
Alfonso XII, 62	13 135	13 135	-
Discovery Building (Estebanez Calderon, 3-5)	10 152	9 496	656
EGEO	18 255	18 255	-
Actifs en exploitation	201 350	192 836	8 514
Mendez Álvaro I - Campus	60 214	60 214	-
Velazquez, 80 Bis (Padilla 17)	16 164	13 820	2 344
Actifs en développement	76 378	74 034	2 344
Les Gavarres	12 413	-	12 413
Actifs en voie de cession	12 413	-	12 413
Principaux actifs à Madrid	290 141	266 870	23 271
Total des principaux actifs	435 399	408 376	27 023
Total Espagne (En exploitation)	639 302	554 420	84 882
Total Espagne (En projet)	259 936	203 122	3 599
Total Espagne	899 238	757 542	88 481

Source : Comptes consolidés 2020, Analyses FINEXSI

L'ensemble de ces actifs représente près de 61% de la valeur totale du patrimoine de COLONIAL en Espagne au 31 décembre 2020.

Au 31 décembre 2020, COLONIAL détient 64 biens (22 à Barcelone, 42 à Madrid) localisés en Espagne, ce qui représente une surface commerciale utile de 899 238 m². Les actifs en développement représentent 29% du portefeuille en termes de surface en 2020, avec des projets importants :

- Le « Mendez Alvaro I (Campus) » à Madrid dont la livraison est prévue en 2023 et
- l'immeuble « Diagonal 523-525 » dont la livraison est prévue en 2021. Il a déjà été précommercialisé auprès de la société NATURGY qui souhaite en faire les locaux de son futur siège social.

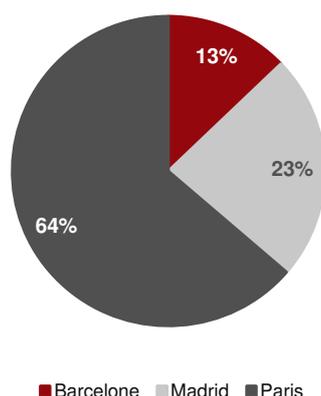
D'autres projets de moindre taille sont en cours de développement en Espagne. Il s'agit de Miguel Angel 23 et de Velazquez (Padilla), tous deux situés à Madrid et dont la livraison est prévue en 2021, de Plaza Europa 34 à Barcelone et Sagasta 27 à Madrid dont la livraison est prévue fin 2022.

Un actif était en cours de cession : il s'agit du centre commercial « Les Gavarres », un actif non stratégique issu de la fusion avec AXIARE qui a été cédé début 2021.

Avec un patrimoine en exploitation estimé au 31 décembre 2020 à 10,4 Mds€ (hors droits), COLONIAL détient l'un des portefeuilles les plus importants dans l'immobilier de bureau « *prime* » en Europe. Après prise en compte des biens en cours de développement, la valeur du patrimoine s'élève à 12 Mds€ (hors droits) en baisse de 1% par rapport à 2019. Cette évolution s'explique par un effet périmètre : en effet à périmètre constant, la valeur est en hausse de 1,2% par rapport à 2019, la réduction de valeur constatée provient de la cession d'actifs non stratégiques. Le Groupe a en effet cédé des actifs matures et non stratégiques pour une valeur de 617 M€ en 2020 dans le cadre du Programme Alpha V.

Au 31 décembre 2020, la répartition géographique de la valeur du patrimoine en exploitation (incluant SFL) se présente comme suit :

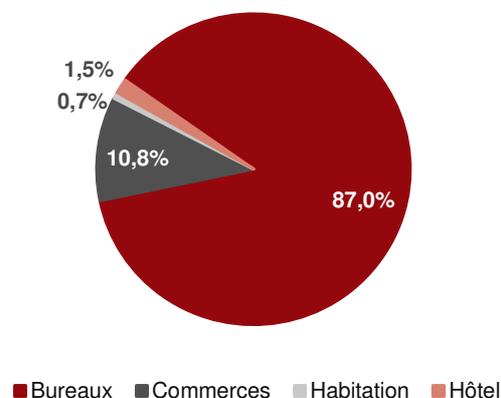
Figure 35 – Répartition géographique de la valeur du patrimoine en exploitation de COLONIAL au 31 décembre 2020



Source : Comptes consolidés 2020 de COLONIAL, Analyses FINEXSI

4.3.2.2 Synthèse des caractéristiques opérationnelles du patrimoine de COLONIAL

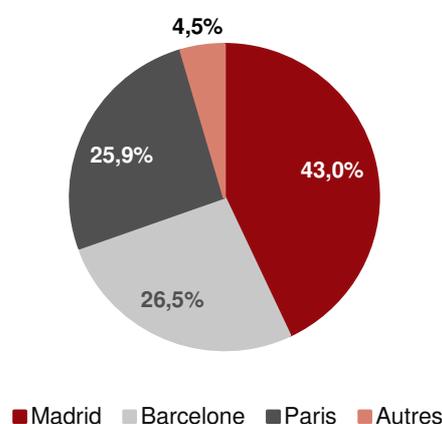
Figure 36 – Répartition du portefeuille par segment de COLONIAL en 2020



Source : Comptes consolidés 2020 de COLONIAL, Analyses FINEXSI

Les actifs du portefeuille de COLONIAL (actifs de SFL inclus) sont tous des immeubles de bureaux, à l'exception de 3 centres commerciaux. Au 31 décembre 2020, ces biens représentent 1 403 192m² de superficie commerciale utile (ci-après « SCU ») totale, et 1 790 654m² si l'on intègre les actifs en développement.

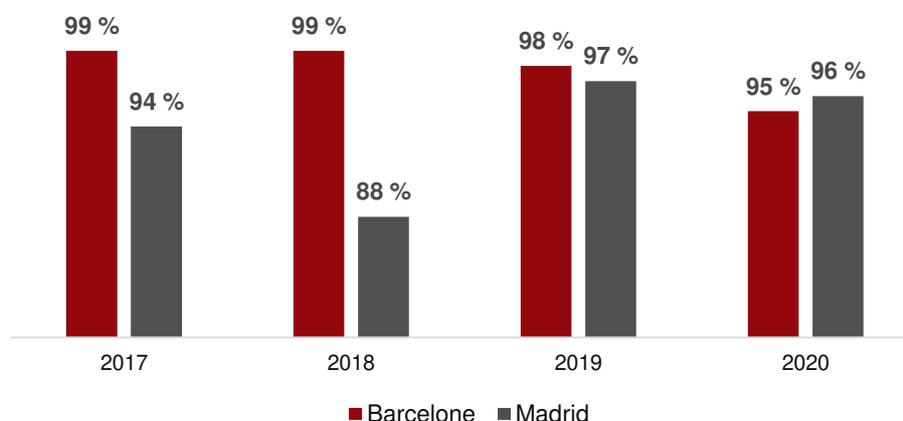
Figure 37 – Répartition géographique du portefeuille de COLONIAL en 2020



Source : Comptes consolidés 2020 de COLONIAL, Analyses FINEXSI

4.3.2.3 Taux d'occupation au sein du portefeuille de COLONIAL

Figure 38 – Evolution du taux d'occupation physique de COLONIAL en Espagne sur la période 2017-2020



Source : Comptes consolidés 2020 de COLONIAL, Analyses FINEXSI

Les taux d'occupation physiques des actifs de COLONIAL à Barcelone et à Madrid atteignent 95% et 96% respectivement – avec un taux de vacance financière EPRA de 4,6% à Barcelone et 3,1% à Madrid en 2020 – contre 98% et 97% en 2019.

Bien que légèrement inférieurs à ceux de l'exercice précédent, ces taux d'occupation restent à des niveaux élevés, attestant d'une faible vacance dans le patrimoine en exploitation.

A noter que sur 2018, la baisse de 6 points du taux d'occupation à Madrid s'explique principalement par l'intégration du portefeuille d'actifs d'AXIARE à la suite de son absorption par le Groupe en 2018.

4.3.3 Présentation synthétique des données financières historiques récentes de COLONIAL

Les comptes consolidés des exercices 2018, 2019 et 2020 présentés ci-après ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes de COLONIAL, le cabinet PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDITORES, S.L.

Par ailleurs, il est précisé que l'exercice 2018 n'est pas pleinement comparable aux exercices 2019 et suivant, dans la mesure où la norme IFRS 16 a été appliquée par COLONIAL à partir du 1^{er} janvier 2019, et l'exercice 2018 n'a pas été retraité de l'effet de la nouvelle norme.

De plus, des changements de périmètre impactent plus ou moins sensiblement les comptes d'un exercice à l'autre en fonction de la stratégie de rotation des actifs notamment dans le cadre de la mise en œuvre des programmes Alpha, ce qui a une incidence sur la comparabilité des exercices.

A noter que conformément à la bonne pratique en termes de communication financière pour les sociétés immobilières, COLONIAL présente son compte de résultat et ses principaux indicateurs financiers conformément aux recommandations de l'EPRA.

4.3.3.1 Bilan de COLONIAL

Figure 39 – Bilan actif de COLONIAL sur la période déc. 18 – déc. 2020

en K€	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Goodwill	62 225	-	-
Droit d'utilisation	-	12 787	10 538
Autres immobilisations incorporelles	3 759	4 900	4 633
Immeubles de placement	11 083 133	11 797 117	11 516 120
Autres immobilisations corporelles	43 332	50 900	56 741
Actifs financiers	32 454	58 964	29 334
Autres actifs non courants	411	74 891	87 053
Actifs non courants	11 225 314	11 999 559	11 704 419
Actifs destinés à la vente	26 091	176 434	281 959
Stocks	46 587	48 196	52 409
Clients et autres débiteurs	99 972	50 885	29 693
Autres actifs courants	21 057	9 656	17 943
Trésorerie et équivalents de trésorerie	68 293	216 781	268 553
Actifs non courants	262 000	501 952	650 557
Total Actif	11 487 314	12 501 511	12 354 976

Source : Comptes consolidés de COLONIAL 2019 et 2020, Analyses FINEXSI

Avec près de 95% de l'actif total, le principal poste du bilan correspond aux immeubles de placement pour un montant de 11 516 M€ au 31 décembre 2020, hors actifs destinés à la vente et cédés début 2021.

Il s'agit du patrimoine immobilier de la foncière, tel que présenté ci-avant, qui génère les revenus au titre des loyers. Ces immeubles sont réévalués à leur juste valeur en application des règles comptables IFRS. Ces réévaluations sont effectuées sur la base des rapports d'évaluation établis par des experts immobiliers indépendants de réputation mondiale :

- Dans le cas du patrimoine parisien (i.e. celui de SFL), ces experts sont CUSHMAN & WAKEFIELD et CBRE.
- Dans le cas du patrimoine espagnol, les experts intervenants sont JONES LANG LASALLE (JLL) et CBRE.

La variation du poste « immobilisations de placement » se présente comme suit par nature d'éléments :

Figure 40 – Evolution du poste « immeubles de placement » de COLONIAL entre 2019 et 2020



Source : Résultats annuels de COLONIAL 2020, Analyses FINEXSI

Le goodwill de 62 M€ figurant à l'actif en 2018 a été reconnu dans le cadre de la fusion de COLONIAL avec AXIARE PATRIMONIO SOCIMI, S.A. et a été entièrement déprécié l'année suivante dans le cadre de l'évaluation des biens acquis lors de cette fusion.

Les actifs destinés à être cédés sont en hausse de 60% par rapport à 2019, ils s'établissent en 2020 à 282 M€ et correspondent aux cessions intervenues début 2021 du centre commercial « Les Gavarres » en Espagne et des immeubles « 112 Wagram » et « 9 avenue Percier » à Paris.

Sur la période déc. 2018 – déc. 2020, le bilan passif de COLONIAL se présente comme suit :

Figure 41 – Bilan passif de COLONIAL sur la période déc. 18 – déc. 2020

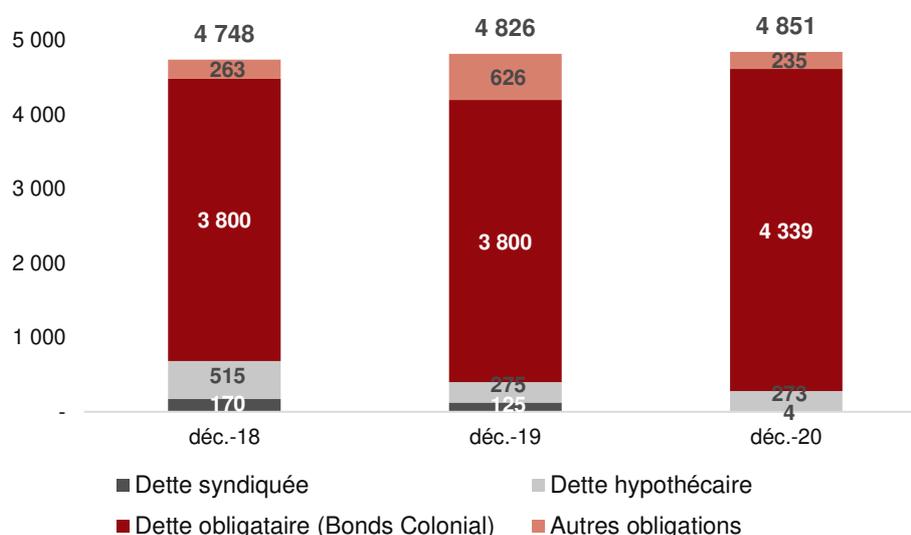
en K€	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Capitaux propres, part du Groupe	4 811 309	5 558 598	5 400 548
Intérêts minoritaires	1 290 486	1 401 899	1 432 616
Total des capitaux propres	6 101 795	6 960 497	6 833 164
Emprunts obligataires non-courants	3 776 866	3 781 442	4 068 760
Emprunts et dérivés passifs	723 928	445 140	284 117
Impôts différés	374 882	381 701	366 989
Dettes locatives non courante	-	12 262	10 058
Autres passifs non courants	67 713	81 839	87 578
Total passifs non-courants	4 943 389	4 702 384	4 817 502
Emprunts obligataires courants	284 242	647 726	507 896
Emprunts et concours bancaires	9 100	3 922	60 046
Fournisseurs et autres créditeurs	114 779	158 178	115 438
Dettes locatives courante	-	2 131	1 973
Autres passifs courants	34 009	26 673	18 957
Total passifs courants	442 130	838 630	704 310
Total Passif	11 487 314	12 501 511	12 354 976

Source : Comptes consolidés de COLONIAL 2019 et 2020, Analyses FINEXSI

Les intérêts minoritaires correspondent à la part de SFL non détenue par COLONIAL (18,3%).

Après les capitaux propres (6 833 M€ en 2020), les dettes constituent le poste le plus important au passif du bilan de COLONIAL : elles s'établissent en 2020 à 4 921 M€ et se composent principalement d'émissions obligataires (4 577 M€) et d'autres dettes financières (344 M€).

Figure 42 – Détail de la dette financière brute (nominale) de COLONIAL ⁴⁶sur la période 2018-2020 (en M€)



Source : Comptes consolidés de COLONIAL 2019 et 2020, Analyses FINEXSI

Si l'on considère la dette nominale du Groupe, après prise en compte de la trésorerie de 269 M€, l'endettement net de COLONIAL s'élève au 31 décembre 2020 à 4 582 M€ contre 4 609 M€ au 31 décembre 2019. En 2020, COLONIAL a amélioré sa situation financière : la maturité moyenne de ses emprunts est en effet passée de 4,9 à 5,2 ans entre 2019 et 2020 (avec 90% de ces derniers présentant une maturité à partir de 2023 et 65% à partir de 2025).

Cette situation financière s'explique par un certain nombre d'opérations menées par COLONIAL au cours de l'année 2020, telles que 2 émissions obligataires de 500 M€ à échéance 2027 et 2028, le rachat d'obligations à échéance 2021 (pour 100,3 M€) et 2022 (pour 60,4 M€) ou encore la souscription d'une nouvelle facilité de crédit « *Revolving* » d'1 Md€⁴⁷.

Le ratio *Loan-to-Value* (LTV) qui permet d'apprécier le niveau d'endettement d'une société foncière est resté relativement stable sur cette même période, passant de 36,1% à 36,2%.

Cette résilience face à la crise a par ailleurs été confirmée par les agences de notation STANDARD & POOR'S et MOODY'S qui lors de la mise à jour de la note du Groupe en avril et novembre 2020 ont maintenu celle-ci à « BBB+ Stable » et Baa2 Stable » respectivement.

⁴⁶ La différence de ces montants avec ceux présentés au bilan vient du fait qu'il s'agisse là de montants nominaux

⁴⁷ Sans ces mesures concernant la gestion de la dette, la maturité moyenne de la dette de COLONIAL ne serait pas de 5,2 ans cette année, mais de 3,8 ans (contre 4,9 ans en 2019).

4.3.3.2 Compte de résultat de COLONIAL

Figure 43 – Compte de résultat consolidé de COLONIAL sur la période 2018-2020

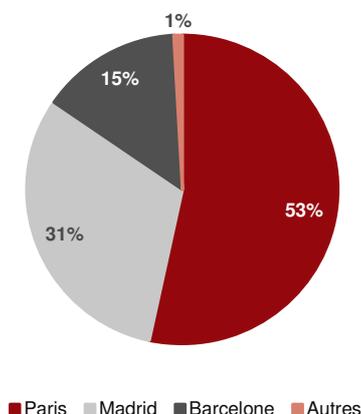
en K€	2018	2019	2020	Var. 19 vs. 20
Revenus locatifs	348 273	354 514	341 669	(3,6)%
Autres revenus	5 677	9 617	4 982	(48,2)%
Charges de personnel	(29 138)	(29 916)	(31 313)	4,7 %
Autres charges opérationnelles	(57 658)	(48 134)	(45 936)	(4,6)%
Dépréciations et amortissements	(3 353)	(6 940)	(7 142)	2,9 %
Produits nets de cession	11 721	19 924	1 614	(91,9)%
Résultat opérationnel	275 522	299 065	263 874	(11,8)%
% marge	79,1 %	84,4 %	77,2 %	
Variation de la juste valeur des actifs et plus-value	570 562	811 805	(78 509)	(109,7)%
Résultat financier	(141 602)	(96 088)	(120 558)	25,5 %
Dépréciation sur immo. Financières	(143)	-	-	NA
Impôts	(26 230)	(22 259)	(1 990)	(91,1)%
Résultat net	678 109	992 523	62 817	(93,7)%
% marge	194,7 %	280,0 %	18,4 %	
Intérêts minoritaires	153 346	165 724	60 430	(63,5)%
Résultat net, part du Groupe	524 763	826 799	2 387	(99,7)%
% marge	150,7 %	233,2 %	0,7 %	

Source : Comptes consolidés de COLONIAL 2019 et 2020, Analyses FINEXSI

Les revenus générés par COLONIAL proviennent essentiellement de la mise en location de ses actifs immobiliers. Le chiffre d'affaires du Groupe s'établit à 342 M€ en 2020, ce qui représente une baisse de 4% par rapport à 2019. Celle-ci est limitée à -1% à périmètre constant. Des hausses des revenus ont été constatées sur les actifs situés à Barcelone et à Madrid provenant notamment de la concrétisation des potentiels de reversion. Elles ont été compensées par les mesures d'accompagnement concernant le paiement des loyers négociés avec certains locataires notamment pour les commerces à Paris et de la mise en rénovation de biens libérés fin 2019 ne procurant pas de loyer pendant cette période.

En 2019, les revenus de COLONIAL s'établissaient à 355 M€, soit une progression de 2% par rapport en 2018 et de 4% à périmètre constant.

Figure 44 – Répartition du chiffre d'affaires 2020 de COLONIAL



Source : Comptes consolidés de COLONIAL 2020, Analyses FINEXSI

Au 31 décembre 2020, les revenus du Groupe proviennent à 93% des immeubles de bureaux.

Ces revenus sont répartis entre la France (53%) et l'Espagne (47%). Par rapport à 2019, la contribution du portefeuille parisien a perdu 3 points au profit des portefeuilles espagnols⁴⁸ du fait notamment des mesures d'accompagnement consenties aux locataires dans le contexte de la crise sanitaire et de travaux de rénovation réduisant les surfaces louées.

La variation de la juste valeur des actifs s'élève à -79 M€ en 2020. Elle explique notamment par la perte de valeur relative à la crise sanitaire constatée sur le portefeuille espagnol du Groupe (-256 M€), compensée en partie par la hausse de la valeur du portefeuille parisien (+177 M€).

Le résultat financier est passé de -96 M€ à -121 M€ entre 2019 et 2020, ce qui s'explique principalement par les opérations de rachat de dette obligataire sur l'année qui ont impacté le résultat de -27 M€.

La part du résultat attribuable aux minoritaires passe de 166 à 60 M€ du fait principalement de la baisse de résultat de SFL dont la part hors groupe est d'environ 18%.

⁴⁸ En 2019, le portefeuille français contribuait à hauteur de 56 % du chiffre d'affaires, le portefeuille espagnol pour 44%.

4.3.3.3 Résultat net récurrent de COLONIAL

Figure 45 – Résultat récurrent net de COLONIAL sur la période 2018-2020

en M€	2018	2019	2020
Résultat net, part du Groupe	525	827	2
Variation de valeur des immeubles de placement	(687)	(875)	78
Résultats des cessions (nets d'impôts)	(12)	(20)	(2)
Dépréciation du goodwill	114	62	-
Variation de valeur des instruments financiers, actualisation des dettes et coûts associés	40	6	31
Coûts d'acquisition sur intérêts minoritaires	3	3	-
Impôts différés	10	12	(4)
Intérêts minoritaires attachés aux postes ci-dessus	96	126	27
EPRA Earnings	90	142	133

Source : Comptes consolidés de COLONIAL 2019 et 2020, Analyses FINEXSI

Le résultat net récurrent de COLONIAL s'élève à 133 M€ en 2020 contre 142 M€ en 2019 soit une baisse de 1% sur un an. Ce recul s'explique principalement par un effet périmètre lié aux cessions d'actifs. A périmètre constant, le résultat net récurrent aurait été en hausse de 5% par rapport à 2019⁴⁹.

⁴⁹ Résultats annuels 2020 de COLONIAL

4.3.3.4 Indicateurs EPRA de COLONIAL

Figure 46 – Indicateurs EPRA de COLONIAL

en M€	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
EPRA Earnings	90	142	133
/action (en cts€)	18	28	26
EPRA NAV (en M€)	5 098	5 825	5 728
/action (en €)	10,03	11,46	11,27
EPRA NNNAV (en M€)	4 853	5 348	
/action (en €)	9,55	10,53	
EPRA NRV (en M€)		6 299	6 198
/action (en €)		12,40	12,20
EPRA NTA (en M€)		5 824	5 728
/action (en €)		11,46	11,27
EPRA NDV (en M€)		5 348	5 195
/action (en €)		10,53	10,22
EPRA Net Initial Yield (NIY)	3,0 %	2,8 %	2,9 %
EPRA "Topped-up" NIY	3,3 %	3,2 %	3,1 %
EPRA Vacancy Rate	4 %	2 %	5 %
EPRA Vacancy Rate (bureau)	4 %	3 %	5 %

Source : Comptes consolidés de COLONIAL 2019 et 2020, Analyses FINEXSI

Comme expliqué en paragraphe §4.2.3.4, l'indicateur de référence « actif triple net » (NNNAV) a été remplacé par la *Net Disposal Value* (NDV). Ce changement de référence n'a pas d'incidence puisque la valeur selon les deux indicateurs est identique en 2019 (la donnée NNNAV n'est pas publiée en 2020). Il en est de même concernant l'indicateur ANR NAV et ANR NTA (*Net Tangible Asset*).

4.3.4 Matrice SWOT de COLONIAL

Les forces et faiblesses de COLONIAL, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles le Groupe est confronté sur ses marchés sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Figure 47 – Matrice SWOT de COLONIAL



Source : Analyses FINEXSI, Société

5. Evaluation des sociétés concernées par l'Offre

S'agissant d'une Offre Mixte pour laquelle les actionnaires de SFL pourront apporter leurs actions à l'Offre en contrepartie d'une rémunération en numéraire et en titres COLONIAL, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritère de la société SFL et de COLONIAL pour apprécier le caractère équitable de l'Offre.

5.1 Critères d'évaluation écartés

5.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable consolidé n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise dès lors qu'il n'intègre pas les plus-values latentes et les perspectives de développement.

Toutefois, au cas d'espèce, les comptes consolidés de SFL et de COLONIAL sont publiés en normes IFRS lesquels retiennent les immeubles du patrimoine et les projets en développement pour leur juste valeur.

Dès lors, ce critère n'est pas retenu, car il serait redondant avec le critère de l'ANR (§ 5.2.1.) examiné à titre principal.

A titre informatif :

- Le montant de l'actif net consolidé de SFL au 31 décembre 2020 s'élève à 4 646,53 millions d'euros soit une valeur par action de 99,86 euros.
- Le montant de l'actif net consolidé de COLONIAL au 31 décembre 2020 s'élève à 5 400,55 millions d'euros soit une valeur par action de 10,63 euros.

5.1.2 Méthode du rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode qui consiste à actualiser des dividendes futurs est dépendante de la politique de distribution décidée par la société évaluée. Le statut SIIC de SFL et le statut SOCIMI de COLONIAL leur imposent de redistribuer les plus-values réalisées lors de la cession des actifs ainsi que la quasi-totalité de leurs revenus locatifs.

Dès lors que la politique de distribution de dividende n'est pas fixe, la méthode ne peut pas être mise en œuvre.

5.1.3 Valeur liquidative

L'actif des sociétés foncières est constitué en quasi-totalité d'actifs immobiliers.

Dans ces conditions, l'ANR EPRA NDV qui correspond à la valeur des fonds propres de la société si tous les actifs immobiliers sont cédés à leur valeur d'expertise, après remboursement des passifs et cession des actifs résiduels, se rapproche de la notion de valeur liquidative.

Nous ne retenons donc pas cette méthode dans la mesure où les deux sociétés opèrent en continuité d'exploitation, mais il faut également relever que la référence à l'ANR EPRA NDV est retenue comme critère d'évaluation.

5.1.4 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Cette méthode, également appelée *Discounted Cash-Flow* ou DCF, consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

L'activité d'une société foncière consiste à gérer un patrimoine immobilier. Ses flux sont donc constitués en majeure partie de la rotation de ses actifs (cession et acquisition des immeubles) qu'il est impossible à prévoir. En particulier, il conviendrait de déterminer à la date de l'évaluation la valeur de cession de chaque actif, ce qui demeure du ressort d'experts immobiliers.

Les experts immobiliers chargés de valoriser le patrimoine de SFL et de COLONIAL retiennent pour les biens concernés cette méthode à titre principal dans le cadre de leurs évaluations périodiques. Le choix de cette méthode au niveau des sociétés prises dans leur ensemble serait donc redondant avec la mise en œuvre du critère de l'Actif Net Réévalué que nous retenons à titre principal, lequel est obtenu à partir de la valeur issue des expertises immobilières.

5.2 Critères d'évaluation retenus

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes.

5.2.1 Référence à l'actif net réévalué (à titre principal)

L'actif net réévalué (ANR) est une estimation de la valeur des capitaux propres d'une société résultant de la prise en compte des plus ou moins-values latentes relatives aux différents actifs et passifs de cette société. Elle constitue la référence privilégiée pour l'appréciation de la valeur d'une société foncière.

SFL et COLONIAL publient semestriellement leur ANR selon les références définies par l'EPRA.

Nous nous référerons à titre principal à leurs ANR EPRA NDV publiés qui s'entendent hors droits, après fiscalité latente et mise à la juste valeur de la dette à taux fixe et des instruments financiers.

Cet agrégat est le nouvel indicateur de référence en matière d'évaluation de société foncière en remplacement de l'Actif Triple Net EPRA comme expliqué ci-avant au § 4.1.3.

Nous nous référerons également aux ANR EPRA NTA et ANR EPRA NRV qui constituent des références de valeurs dans le cas de sociétés foncières.

Comme cela sera développé ultérieurement, nous avons fait appel à notre propre Expert Immobilier qui est un acteur reconnu du secteur pour nous assister dans la revue et l'appréciation de la valeur des actifs constituant le patrimoine des sociétés concernées. Il s'agit du cabinet CATELLA VALUATION, concernant les actifs de SFL et CATELLA PROPERTY SPAIN pour les principaux actifs espagnols de COLONIAL.

La référence à l'ANR constitue donc l'approche qui sera privilégiée dans le cadre de nos évaluations de la société SFL et de la société COLONIAL.

5.2.2 Références au cours de bourse (à titre principal)

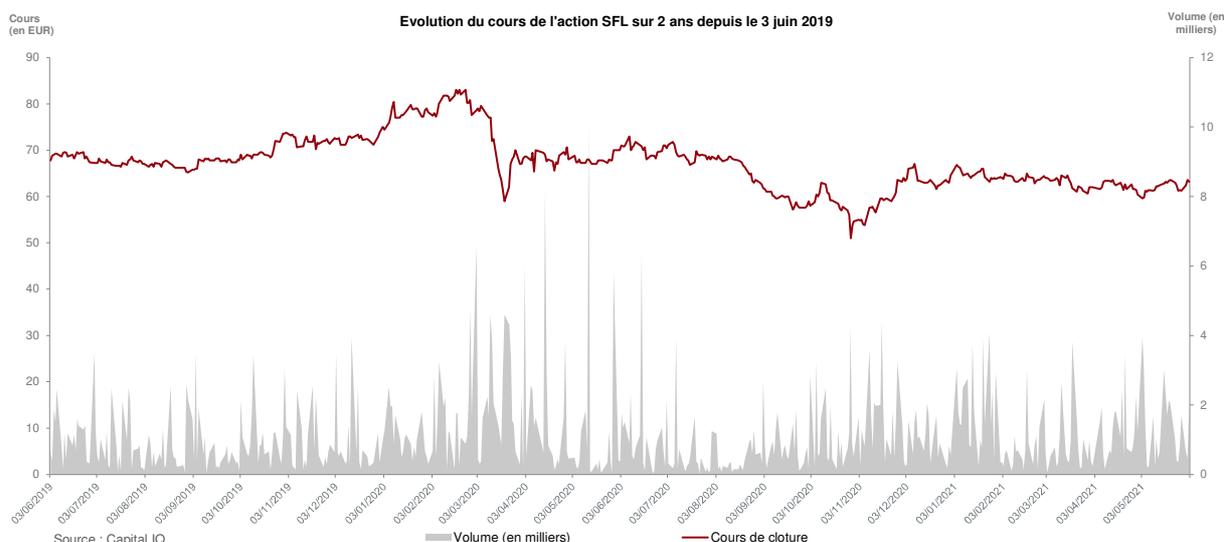
Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié ; il est un critère pertinent s'il affiche des niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

5.2.2.1 Cours de bourse de SFL

Les actions de la Société sont cotées sur le marché Euronext Paris Compartiment A.

Le cours de bourse de l'action SFL a évolué comme suit, sur les 24 derniers mois antérieurs au 3 juin 2021. Cette date correspond à la publication des communiqués de presse annonçant l'Offre Mixte. Dans la mesure où ces publications sont intervenues après clôture de la bourse, les cours du 3 juin 2021 n'intègrent pas l'impact de l'annonce.

Figure 48 – Evolution du cours de bourse de l'action SFL – depuis le 3 juin 2019



Source : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

La part du capital flottant ressort à 4,9%⁵⁰ au 3 juin 2021.

Sur la base des données constatées au 3 juin 2021 sur des périodes plus ou moins longues allant de 1 mois à 24 mois, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit :

Figure 49 – Analyse de la liquidité du cours de SFL

	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
	Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (3/6/2021)	3,0	3	189	189	0,01 %	0,01 %	0,13 %	0,13 %
CMPV 1 mois	1,3	30	83	1 902	0,00 %	0,07 %	0,06 %	1,34 %
CMPV 60 jours	1,3	74	79	4 585	0,00 %	0,16 %	0,06 %	3,24 %
CMPV 3 mois	1,2	77	75	4 788	0,00 %	0,17 %	0,05 %	3,38 %
CMPV 6 mois	1,2	153	77	9 666	0,00 %	0,33 %	0,05 %	6,72 %
CMPV 12 mois	1,1	276	67	17 343	0,00 %	0,59 %	0,05 %	12,12 %
CMPV 24 mois	1,1	577	76	38 748	0,00 %	1,24 %	0,05 %	25,37 %

Source : Capital IQ et analyse Finexsi

Sur les 60 jours de cotation antérieurs au 3 juin 2021, le volume cumulé des actions de SFL échangées est de 74 milliers d'actions, soit environ 1 300 actions par jour de cotation. Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 3,24%, soit un niveau très limité. En d'autres termes, en maintenant ce rythme de rotation constant, il faudrait 1 780 jours de cotation soit près de 7 ans pour que la totalité du capital flottant soit échangé, quand bien même celui-ci est limité.

⁵⁰ Cf § 1.1.2, les participations de PREDICA et autres entités du groupe Crédit Agricole ne sont pas considérées appartenir au capital flottant de SFL.

Sur les 12 derniers mois antérieurs au 3 juin 2021, 12,12% du capital flottant de SFL ont été échangés. Avec un échange cumulé de 276 milliers d'actions, cela représente une rotation du capital de 0,59%. Sur la base de ces derniers ratios, il faudrait donc environ 8 années pour que le capital flottant soit complètement échangé.

Au regard de ces données, la liquidité du titre SFL apparaît très faible.

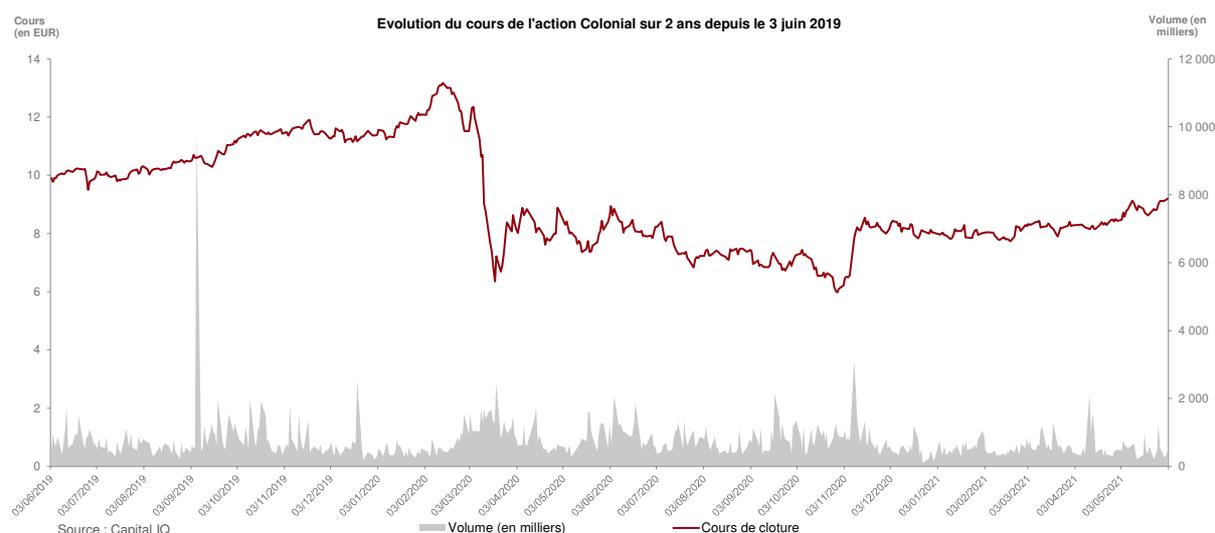
Néanmoins, nous considérons que le cours de bourse de la Société est une référence incontournable pour les actionnaires minoritaires et doit donc être retenue à titre principal pour l'appréciation des conditions financières de l'Offre.

5.2.2.2 Cours de bourse de COLONIAL

Les actions de COLONIAL sont cotées à la Bourse de Madrid (code Isin ES0139140174).

Le cours de bourse de l'action COLONIAL a évolué comme suit, sur les 24 derniers mois antérieurs au 3 juin 2021.

Figure 50 – Evolution du cours de l'action COLONIAL sur deux ans depuis le 3 juin 2019



Source : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Sur la base du capital flottant représentant 57,7% du capital et des données constatées au 3 juin 2021 sur des périodes plus ou moins longues allant de 1 mois à 24 mois, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit :

Figure 51 - Analyse de la liquidité du cours de COLONIAL

	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
	Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (3/6/2021)	809	809	7 487	7 487	0,16 %	0,16 %	0,28 %	0,28 %
CMPV 1 mois	526	12 100	4 675	107 518	0,10 %	2,40 %	0,18 %	4,15 %
CMPV 60 jours	586	33 962	4 960	287 692	0,12 %	6,73 %	0,20 %	11,66 %
CMPV 3 mois	594	38 033	5 026	321 635	0,12 %	7,53 %	0,20 %	13,06 %
CMPV 6 mois	550	69 340	4 554	573 803	0,11 %	13,74 %	0,19 %	23,74 %
CMPV 12 mois	699	179 652	5 431	1 395 749	0,14 %	35,59 %	0,24 %	61,42 %
CMPV 24 mois	743	381 160	6 733	3 454 163	0,15 %	75,51 %	0,25 %	130,22 %

Source : Capital IQ et analyse Finexsi

Sur les 60 jours de cotation antérieurs au 3 juin 2021, le volume cumulé des actions de COLONIAL échangées est de 33 962 milliers d'actions. Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 11,66 %, soit une rotation totale du capital flottant estimée à environ 2 ans selon ces conditions.

Sur une période de 12 mois antérieure au 3 juin 2021, les actions échangées représentent 61,42% du capital flottant, ce qui représente une durée de l'ordre de 1,6 an pour une rotation complète du flottant.

Ces observations traduisent une liquidité de l'action COLONIAL très sensiblement supérieure à celle de l'action SFL.

Dans ces conditions, la référence au cours de bourse de COLONIAL est une référence pertinente de la valeur de la société COLONIAL.

5.2.3 Objectifs de cours de bourse des analystes (à titre secondaire)

Cette référence consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Le titre SFL n'est suivi que par 4 bureaux d'analyse qui publient un objectif de cours, ce qui ne constitue pas un suivi suffisant pour être complètement pertinent.

Le titre COLONIAL est quant à lui suivi par 18 bureaux d'analyse qui publient un objectif de cours, ce qui constitue un suivi suffisant pour que cette référence soit pertinente.

En conséquence, nous retiendrons cette approche à titre secondaire compte tenu du suivi limité du titre SFL.

5.2.4 Comparables boursiers (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples, observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Il convient de préciser qu'il n'existe pas de sociétés pleinement comparables à SFL ou COLONIAL en termes d'activités, de taille, de qualité du patrimoine ainsi que de situation géographique.

Nous retenons cette méthode à titre secondaire pour SFL et pour COLONIAL, en sélectionnant pour chacune des deux sociétés un échantillon de comparables qui lui est propre.

Nous avons retenu le multiple de l'ANR Triple Net EPRA ou l'ANR EPRA NDV qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour ces activités.

Nous avons appliqué le multiple observé pour les sociétés comparables retenues à l'ANR Triple Net ou à l'ANR NDV publié de SFL et de COLONIAL.

5.2.5 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société (à titre indicatif)

Les transactions intervenant sur le capital d'une société sont une référence usuelle de la valeur accordée à sa valeur par des investisseurs indépendants.

Nous avons identifié deux transactions portant sur les titres SFL et COLONIAL.

5.2.6 Transactions comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

Nous n'avons pas identifié d'offres publiques mixtes comparables que nous pourrions retenir pour la mise en œuvre de cette méthode afin d'apprécier la valorisation de SFL dans le contexte de l'Offre Mixte qui comporte une composante « titres ».

Nous n'avons pas identifié de transactions comparables portant sur des foncières espagnoles permettant la mise en œuvre de ce critère pour valoriser le patrimoine espagnol de COLONIAL.

En revanche, nous avons recensé des opérations publiques d'achat portant sur les titres de SIIC françaises depuis 2014, lesquelles permettent de valoriser SFL dans un contexte d'Offre Publique étant toutefois rappelé que ces opérations ne comportent pas de composante sous la forme d'échange de titres.

Nous retiendrons cette méthode à titre indicatif.

5.3 Données structurantes

5.3.1 Référentiel comptable et présentation

Les comptes consolidés du groupe COLONIAL et de SFL au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020 sont établis conformément au référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne. Les états financiers ont été préparés selon la convention du coût historique, à l'exception des immeubles de placement et de certains instruments financiers qui sont comptabilisés en juste valeur (i.e. valeurs d'expertise).

Comme indiqué ci-avant, les comptes consolidés de SFL et de COLONIAL au titre de leur exercice 2020 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

SFL et COLONIAL publient leurs indicateurs de performance conformément aux bonnes pratiques définies par l'EPRA (EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION), ce qui permet de procéder à des comparaisons avec les autres foncières cotées sur des bases homogènes.

5.3.2 Versement de dividendes

SFL a distribué au titre de l'exercice 2020 un dividende à ses actionnaires de 2,10€ par action SFL. Le détachement de ce dividende a eu lieu le 27 avril 2021.

Un dividende de 0,22€ par action COLONIAL au titre de l'exercice 2020 a été approuvé par l'Assemblée Générale des actionnaires de COLONIAL qui s'est tenue le 30 juin 2021. Son détachement devrait intervenir avant le 9 juillet 2021.

Rappelons ici que les actionnaires de SFL qui apporteront leurs actions SFL à l'Offre ont déjà perçu le dividende versé par SFL et ne percevront pas le dividende versé par COLONIAL, ce dont il doit être tenu compte dans les analyses et en ajustant les ANR en conséquence.

5.4 Mise en œuvre de l'évaluation des titres SFL

5.4.1 Référence à l'actif net réévalué : l'ANR EPRA (à titre principal)

Les valeurs selon l'ANR EPRA NDV ainsi que l'ANR EPRA NRV et l'ANR EPRA NTA s'appuient sur la réévaluation, à la date considérée, des biens immobiliers dont SFL est propriétaire en retenant les valeurs déterminées par les experts externes précités.

SFL publie dans ce contexte et semestriellement son ANR sur la base de valeurs d'expertises de son patrimoine immobilier qui ressort des rapports d'évaluation établis par deux experts externes spécialistes de ce secteur : CBRE et CUSHMAN ET WAKEFIELD.

Les rapports d'évaluation au 31 décembre 2020 des actifs immobiliers détenus par SFL nous ont été transmis.

Il en ressort que les valeurs d'expertise résultent, pour les biens en exploitation comme pour les biens en développement, de la valeur vénale hors droits déterminée à partir d'une approche par les flux futurs actualisés (DCF), corroborée par une approche par capitalisation des loyers⁵¹.

Comme indiqué précédemment, un expert immobilier, le cabinet CATELLA VALUATION (ci-après l'« Expert Immobilier »), mandaté par nos soins nous a assistés dans le cadre de notre revue et de nos analyses portant sur les valeurs vénales des immeubles.

⁵¹ L'approche patrimoniale par comparaison est retenue à titre de recoupement par un seul des experts.

Dans ce cadre, l'Expert Immobilier mandaté par nos soins, a revu l'ensemble des paramètres retenus par CBRE et CUSHMAN & WAKEFIELD dans leur rapport concernant les biens immobiliers objet de l'échange d'actifs entre SFL et PREDICA (*Asset Swap*) qui représentent en valeur environ 60% du patrimoine immobilier de SFL.

L'Expert Immobilier a remis un rapport en date du 30 avril 2021 dans lequel il mentionne les diligences effectuées conformément à notre demande ainsi que les conclusions formulées.

Il s'est assuré, dans un premier temps, pour chaque actif de la pertinence des paramètres d'évaluation et des références retenues par les experts immobiliers. Il les a examinés en fonction des caractéristiques de l'actif concerné. Il a notamment apprécié la pertinence :

- Des Valeurs Locatives de Marché retenues (VLM) ;
- Des taux de rendement retenus (approche par capitalisation) ;
- Du taux d'actualisation et d'indexation des flux ainsi que le taux de rendement de sortie dans le cadre de l'approche DCF privilégiée par les experts ;
- Des hypothèses en termes de période de commercialisation et de franchise et leur correcte prise en compte.

Pour chacun des actifs concernés il a conclu que les paramètres et les indicateurs concernés « sont en ligne avec le marché constaté au 31 décembre 2020 ».

Il a procédé, dans un second temps, à une analyse de la cohérence des évaluations des biens réalisées par chacun des experts immobiliers (CUSHMAN & WAKEFIELD, d'une part, et CBRE, d'autre part) en comparant les résultats obtenus et expliquant les constats relevés par les caractéristiques propres à chaque actif.

A l'issue de cet examen aucune incohérence pour le portefeuille évalué par chacun des experts n'a été mise en évidence en ce qui concerne les méthodes utilisées, les hypothèses retenues et l'homogénéité des conclusions.

Nous avons par ailleurs échangé avec la Société concernant les perspectives et anticipations relatives à ces actifs notamment concernant les conditions de renouvellement ou de recommercialisation et le montant des travaux de rénovation estimés afin de garantir la qualité attendue par les locataires de ces actifs. Nous nous sommes assurés par des tests de sensibilité que des hypothèses alternatives communiquées par la Société ne remettaient pas en cause les prévisions formulées par les experts et les valeurs obtenues.

La revue des rapports d'expertise portant sur les autres actifs et les analyses que nous avons conduites nous amènent au même constat.

Rappelons enfin que les valeurs vénales des actifs sont inscrites dans le bilan consolidé de la Société, lequel a fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes.

Dans ce contexte, nous retenons pour les besoins de nos analyses comme valeur des actifs les valeurs vénales issues des rapports des experts immobiliers.

Nous n'avons pas retenu d'ajustements sur les autres éléments d'actifs et de passifs ni sur les éléments de passage conduisant de la valeur comptable des fonds propres aux valeurs des ANR EPRA publiés par la Société.

Dès lors, nous retenons comme valeur des titres de la société SFL les ANR EPRA par action, tels qu'ils sont publiés par la Société.

Rappelons que ces trois références ne représentent pas la même nature de valeur pour les actionnaires.

La valeur de la société SFL selon l'ANR EPRA NDV correspond à la valeur de la société pour son actionnaire si tous les immeubles sont cédés et les emprunts remboursés. Elle doit donc notamment tenir compte de la correcte réévaluation des éléments bilantiels à leur valeur de marché comme les dettes à taux fixe. Elle est exprimée après paiement des droits de mutation.

Depuis la date de publication de l'ANR EPRA NDV au 31 décembre 2020, la société SFL a procédé à la distribution du dividende au titre de l'exercice 2020 qui est intervenu fin avril 2021. Il représente un montant de 2,10€ par action. Dès lors, nous avons considéré les différentes références selon les ANR EPRA ajustés du montant du dividende distribué.

Figure 52 - ANR EPRA de SFL (publiés et hors dividendes)⁵²

SFL - ANR EPRA NRV, NTA & NDV publiés et hors dividende

M€	ANR 31/12/2020	ANR 31/12/2020 dividende détaché
Capitaux propres états financiers	4 647	
Retraitements	563	
<i>dont droits de mutation</i>	427	
EPRA NRV	5 210	
EPRA NRV / action	112,0	109,9
Retraitements	(4)	
<i>dont droits de mutation</i>	-	
EPRA NTA	5 206	
EPRA NTA / action	111,9	109,8
Retraitements	(614)	
<i>dont annulation du retraitement des droits de mutation</i>	(427)	
EPRA NDV	4 596	
EPRA NDV / action	98,8	96,7

Source : SFL, analyse Finexsi

Les retraitements entre les différents indicateurs sont déterminés selon la méthodologie EPRA et concernent principalement le traitement des droits de mutation, des impôts différés et des produits de couverture.

Au 31 décembre 2020, l'ANR EPRA NDV s'établit à 4 596 M€. Rapporté au nombre d'actions, l'ANR EPRA NDV est de 98,8 € par action. Après prise en compte de la distribution de dividende, l'ANR EPRA NDV (dividende détaché) s'élève à 96,7€ par action.

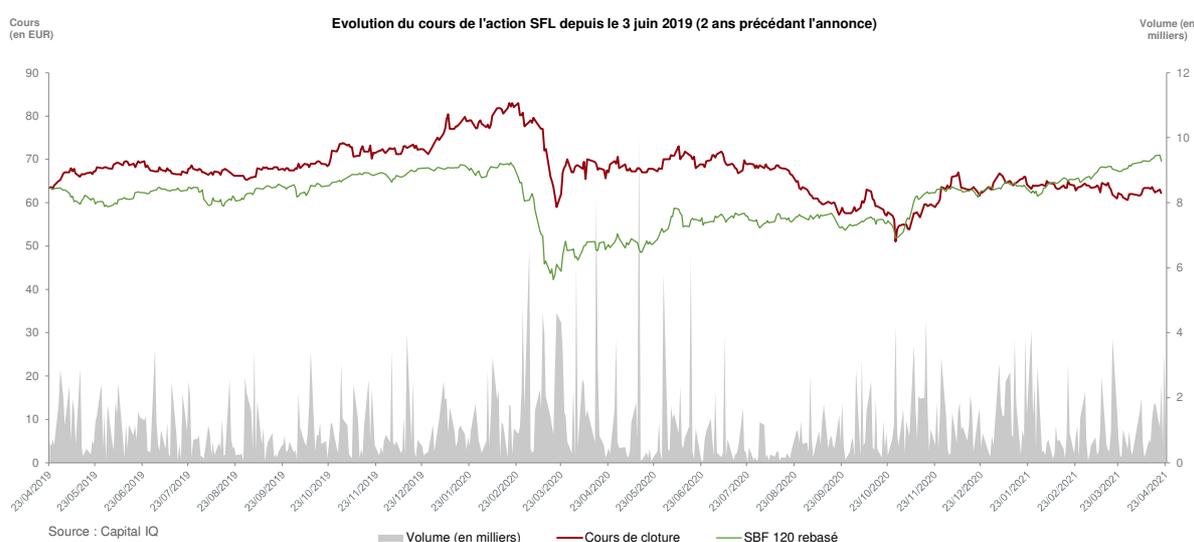
⁵² Cf. définitions des agrégats mentionnés au § 4.1.4.

Les ANR EPRA NRV et ANR EPRA NTA par action tels que publiés par SFL, et après prise en compte du dividende, s'établissent respectivement à 109,9€ et 109,8€. Les valeurs obtenues selon ces deux indicateurs sont supérieures à la valeur selon l'ANR EPRA NDV, car elles ne tiennent pas compte du coût lié aux droits de mutation.

5.4.2 Référence au cours de bourse de SFL (à titre principal)

Sur les 24 derniers mois, l'évolution du cours de bourse de SFL, comparée à celle de l'indice SBF 120 (rebasé sur le cours au 3 juin 2019), se présente comme suit :

Figure 53 - Evolution du cours de l'action SFL et du SBF 120 sur deux ans depuis le 3 juin 2019



Source : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Comme l'ensemble du marché, le cours de bourse de SFL a subi en mars 2020 la survenance de la crise sanitaire liée à la pandémie Covid 19 et à son impact sur les marchés financiers.

Nous observons que, dans un premier temps, le titre SFL a davantage résisté que l'indice boursier, ce qui s'explique par la qualité des actifs immobiliers haut de gamme situés pour l'essentiel dans le QCA et du positionnement de la Société sur des actifs parisiens, notamment dans un contexte de stabilité des prix immobiliers à Paris.

Dans un second temps, le cours a connu une tendance plutôt baissière du fait du prolongement de la crise sanitaire et des inquiétudes portant sur la santé économique et financière des entreprises et des commerces et de ses conséquences pour les locataires des actifs de SFL.

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes (ci-après « CMPV ») au 3 juin 2021 et sur des périodes allant de 1 mois à 2 ans à compter de cette date.

Nous précisons que les cours historiques ont été retraités de la distribution du dividende au titre de l'exercice 2020 intervenue le 27 avril 2021.

Figure 54 – Analyse des CMPV de l'action SFL

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €/action
Spot (3/6/2021)	64,00
CMPV 1 mois	62,40
CMPV 60 jours	61,24
CMPV 3 mois	61,24
CMPV 6 mois	61,72
CMPV 12 mois	61,11
CMPV 24 mois	65,06
Plus haut 12 mois (8/6/2020)	70,55
Plus bas 12 mois (28/10/2020)	49,29
Plus haut 24 mois (24/2/2020)	83,00
Plus bas 24 mois (28/10/2020)	49,29

* Les CMPV sont calculés à compter du 3 juin 2021 et sont retraités de la distribution du dividende au titre de l'exercice 2020

Source : Capital IQ et analyse Finexsi

Nous retiendrons donc pour apprécier la valeur de l'action SFL une fourchette comprise entre 61,11€ (CMPV 12 mois) à 64,00€ (cours spot au 3 juin 2021) dans laquelle s'inscrivent les CMPV 1 mois (62,40€) et 60 jours (61,24€).

5.4.3 Objectifs de cours de SFL (à titre secondaire)

Quatre bureaux d'analyse suivent le titre SFL et publient un objectif de cours. Ces objectifs ont été mis à jour entre février 2021 et fin avril 2021. Pour l'ensemble de ces notes, nous n'avons retenu que les publications antérieures au 3 juin 2021, jour de l'annonce du projet d'Offre. Les objectifs de cours sont les suivants :

Figure 55 – Objectifs de cours de l'action SFL

SFL - Objectifs de cours

Bureau	Date	Objectif de cours	Cours	Prime(décote) de l'objectif sur le cours	ANR NDV/Action	Prime(décote) de l'objectif sur l'ANR
Société Générale	31/03/2021	54,0	62,0	(12,9)%	98,8	(45,3)%
Oddo	26/04/2021	75,0	61,6	21,8 %	98,8	(24,1)%
Kepler Cheuvreux	27/04/2021	73,0	62,6	16,6 %	98,8	(26,1)%
Invest Securities	15/02/2021	55,0	63,2	(13,0)%	98,8	(44,3)%
Moyenne		64,3		3,1 %		(35,0)%

Source : notes d'analystes, CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Ces publications font apparaître des objectifs de cours compris entre 54€ et 75€ pour une moyenne de 64,3€.

Selon les informations dont nous disposons, INVEST SECURITIES a publié une nouvelle note d'analyste le 30 avril 2021, sans modifier son objectif de cours de 55€.

Nous relevons que depuis l'annonce de l'Offre Mixte, SOCIETE GENERALE et ODDO ont publié de nouvelles notes. Ainsi, ODDO évoque « *une très belle option de sortie qui va dans le sens de l'histoire* », SOCIETE GENERALE relève son objectif de cours à 93€.

5.4.4 Comparables boursiers de SFL (à titre secondaire)

Compte tenu des spécificités de la Société, et de sa structure actionnariale, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable, en particulier en matière de situation géographique, de qualité des actifs et de répartition entre bureaux et commerces.

Sur les 24 SIIC actuellement cotées en France, nous avons néanmoins identifié 4 sociétés, dont les actifs immobiliers détenus (principalement constitués de bureaux) et la localisation géographique (principalement à Paris) ont été jugés suffisamment comparables à ceux de SFL (ci-après « l'échantillon restreint »).

5.4.4.1 Echantillon restreint

Les 4 sociétés, regroupées dans l'échantillon restreint pour évaluer SFL sont les suivantes :

- **SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL** est une foncière dont la part des immeubles de bureaux est de 82% et dont la part du patrimoine situé en Île-de-France représente 75% de la valeur totale du portefeuille et 73% en termes de loyer. Au 31 décembre 2020, le patrimoine immobilier atteint 1,9 Md€ pour une surface totale de 637 800m² et le taux d'occupation financier s'élève à 81,4%.

En 2020, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 127,1 M€⁵³ contre 131,3 M€ en 2019, soit une baisse de 4,2 M€.

- **CEGEREAL (devenue VITURA)** détient un portefeuille immobilier composé de cinq ensembles immobiliers situés en région parisienne et constitués exclusivement de bureaux. Au 31 décembre 2020, son patrimoine s'élève à plus de 1,4 Md€ et le taux d'occupation atteint 90,1%.

Le chiffre d'affaires consolidé du groupe représente 84,9 M€⁵⁴ en 2020, contre 83,4 M€ en 2019, soit une hausse de 1,5 M€.

- **GECINA SA** dont le patrimoine est principalement localisé à Paris et en région parisienne à hauteur de 67% et 30% respectivement. Il se compose de bureaux et d'habitations pour 81% et 19%. Au 31 décembre 2020, son patrimoine s'élève à plus de 19,7 Mds€ et le taux d'occupation financier moyen est de 93,3% en 2020.

Son chiffre d'affaires consolidé s'élève à 658 M€⁵⁵ en 2020, contre 673,5 M€ en 2019, soit une diminution de 15,5 M€, du fait notamment de l'annulation de loyers sur les 2^{ème} et 4^{ème} trimestres pour les TPE et certaines PME dont l'activité a été arrêtée en raison de la situation sanitaire.

⁵³ Dont 92,9 M€ de revenus locatifs

⁵⁴ Dont 63 M€ de revenus locatifs 2020

⁵⁵ Revenus locatifs 2020

- **ICADE SA** est une foncière dont le patrimoine est situé en Île-de-France ainsi qu'en province, pour respectivement 90,1% et 9,9%. Son patrimoine est principalement constitué de bureaux (75,2%) et de parcs d'affaires (20,8%). Il s'élève à près 11,8 Mds⁵⁶ au 31 décembre 2020. Le taux d'occupation au 31 décembre 2020 atteint près de 93%.

Le chiffre d'affaires consolidé de la foncière s'élève à 1 440,2 M€ au 31 décembre 2020 (dont 678 M€ de revenus locatifs, le solde provenant de l'activité de promotion), contre 1 522,9 M€ en 2019, soit une baisse de 82,7 M€. Cette diminution vient principalement des décisions du groupe d'annuler les loyers du 2^{ème} trimestre 2020 pour certaines TPE dont l'activité s'est arrêtée et d'accorder des délais de paiement ou un étalement pour certains locataires.

5.4.4.2 Echantillon élargi

Nous avons identifié 3 sociétés de taille significativement moindre que SFL (patrimoine inférieur à 1 Md€), que nous avons intégrées en complément de l'échantillon restreint à un échantillon élargi pour appréhender un effet taille/liquidité résultant du flottant restreint de SFL (ci-après « échantillon élargi SFL »).

Les 3 sociétés complémentaires retenues dans cet échantillon élargi sont les suivantes :

- **SOCIETE CENTRALE DES BOIS ET DES SCIERIES DE LA MANCHE S.A.** est une foncière dont le patrimoine se compose à 76,7% d'immeubles parisiens. A fin juin 2020, son patrimoine total s'élève à 364 M€.

En 2020, le chiffre d'affaires consolidé⁵⁷ s'est élevé à 17,4 M€ contre 15,8 M€ l'exercice précédent.

- **IMMOBILIERE DASSAULT SA** est une foncière dont le patrimoine se compose à 45% de bureaux, 42% de commerces, 10% d'hôtels et 3% d'habitation. Les biens de la foncière sont situés à Paris QCA et en Île-de-France pour respectivement 91% et 9%. Au 31 décembre 2020, son patrimoine s'élève à 876 M€ et le taux d'occupation physique est de 90,7% contre 91,7% en 2019.

Le chiffre d'affaires consolidé de l'exercice s'élève à 20,1 M€⁵⁸ contre 20,8 M€ en 2019.

- **FONCIERE INEA SA** est un groupe détenant un portefeuille de 920 M€ pour une surface de 380 000m² composé à 84% de bureaux. Le taux d'occupation du patrimoine s'élève à 91,8% en 2020.

Le chiffre d'affaires consolidé de la foncière a augmenté de 7% entre 2019 et 2020 et s'élève à 46,7 M€. Cette hausse s'explique notamment par l'entrée en exploitation de nouveaux immeubles.

⁵⁶ En part du groupe – 14,7 Md€ à 100%

⁵⁷ Exercice décalé, clôturant au 30 juin 2020. Dont 13,1 M€ de revenus locatifs

⁵⁸ Revenus locatifs 2020

5.4.4.3 Niveau de décote observée sur l'ANR NDV

La valorisation de ces sociétés sur la base de leur cours de bourse fait apparaître de manière récurrente une décote de celui-ci par rapport à l'ANR⁵⁹. En d'autres termes, la valeur accordée par le marché ne coïncide pas avec la pleine valeur pour l'actionnaire issue des valeurs d'expertise du patrimoine immobilier hors droits.

Cette décote peut s'expliquer par l'appréciation du marché sur les valeurs d'expertise (un décalage éventuel des valeurs d'expertise avec le marché physique, une saturation du marché immobilier, etc.) ou par les caractéristiques des foncières évaluées (liquidité du titre, endettement, qualité des actifs).

Le tableau ci-dessous présente l'évolution de ces décotes aux 31 décembre 2018, 2019 et 2020 ainsi qu'au 22 juin 2021 par rapport au dernier ANR publié (la date retenue pour SFL est le 3 juin 2021 et non le 22 juin 2021 comme pour les autres sociétés) :

Figure 56 – Evolution des décotes sur l'ANR NDV sur la période déc. 2018 – juin 2021 pour les sociétés comparables à SFL

Nom société	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	Décote au 22/06/2021*
Société Foncière Lyonnaise SA	(30)%	(23)%	(35)%	(34)%
Société de la Tour Eiffel	(30,6)%	(27)%	(46)%	(47)%
Vitura (ex Cegereal)	(13,2)%	(2)%	(26)%	(6)%
Gecina SA	(29,6)%	(5)%	(23)%	(15)%
Icade SA	(25,9)%	7 %	(27)%	(9)%
Moyenne de l'échantillon restreint	(25)%	(7)%	(30)%	(19)%
Société Centrale des Bois et des Scieries de la Manche S.A.	(45,5)%	(40)%	(45)%	(35)%
Immobiliere Dassault SA	(9,4)%	9 %	(24)%	(20)%
Foncière Inea S.A.	(17,7)%	(14)%	(22)%	(14)%
Moyenne de l'échantillon élargi SFL	(25)%	(10)%	(30)%	(21)%

Source : Capital IQ, sociétés ; analyse Finexsi

* Pour SFL, le ratio calculé est retraité des dividendes versés en 2021 et prend en compte le cours de bourse de SFL au 3 juin 2021, soit le dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Opération.

Le cours de bourse de SFL présente une décote sur son ANR EPRA NDV qui figure dans le niveau élevé des sociétés de l'échantillon. La décote observée pour SFL est de 34% sur son ANR au 3 juin 2021 (après prise en compte du dividende distribué en avril 2021) à comparer à une décote moyenne pour notre échantillon élargi de 21% au 22 juin 2021.

Pour l'échantillon élargi, nous avons examiné l'existence d'une relation entre (i) le niveau de décote observé (cours de bourse par rapport à l'ANR) et (ii) le niveau de flottant exprimé par la valeur boursière du capital flottant sur la base d'une régression entre ces deux paramètres⁶⁰.

Nous observons que la décote est plus importante pour des sociétés présentant des niveaux de flottants réduits. Toutefois la régression obtenue présente un coefficient de détermination R² relativement faible (15%)⁶¹, ce qui ne permet pas d'établir une relation directe fiable permettant de

⁵⁹ Par rapport à l'ANR Triple Net (NDV) qui sont des ANR liquidatifs, i.e. valeur obtenue par l'actionnaire si tous les immeubles étaient vendus et la dette remboursée. Les décotes sur l'ANR de reconstitution, i.e. valeur à déboursier pour avoir le même patrimoine que la foncière qui intègre les droits de mutation, seraient supérieures.

⁶⁰ L'impact marginal décroissant avec la taille, le paramètre flottant est retenu sur une base logarithmique.

⁶¹ Le test de Student conduit cependant à une significativité du paramètre avec une marge d'erreur à 5%

retraiter les décotes en fonction du niveau du flottant et, par conséquent, de déterminer un niveau de décote pour SFL représentatif de son niveau de flottant.

Elle justifie ainsi la prise en compte de sociétés de taille plus réduites pour le calcul des multiples.

Nous retiendrons dès lors la moyenne des décotes issues de nos deux échantillons comme références de valorisation.

Figure 57 – Décote sur l'ANR NDV et multiple extériorisé sur le cours au 22 juin 2021 pour les sociétés comparables à SFL

Nom société	ANR Triple Net / NDV par action	Cours au 22/06/2021*	Décote au 22/06/2021*	Multiple cours / ANR
Société Foncière Lyonnaise SA	98,8	64	(34)%	0,66x
Société de la Tour Eiffel	55,0	29,2	(47)%	0,53x
Vitura (ex Cegereal)	44,3	39,6	(6)%	0,94x
Gecina SA	163,0	133,7	(15)%	0,85x
Icade SA	86,1	74,9	(9)%	0,91x
Moyenne de l'échantillon restreint			(19)%	0,81x
Société Centrale des Bois et des Scieries de la Manche S.A.	14,7	9,5	(35)%	0,65x
Immobilière Dassault SA	77,8	61,2	(20)%	0,80x
Foncière Inea S.A.	49,9	40,9	(14)%	0,86x
Moyenne de l'échantillon élargi SFL			(21)%	0,79x

Source : Capital IQ, sociétés ; analyse Finexsi

* Pour SFL, le ratio calculé est retraité des dividendes versés en 2021 et prend en compte le cours de bourse de SFL au 3 juin 2021, soit le dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Opération.

Sur la base d'un ANR EPRA NDV (dividende détaché) de 96,7€, l'application des multiples extériorisés par les deux échantillons de comparables, soit 0,81x et 0,79x conduisent à une valeur comprise entre 78,0€ et 76,5€ par action SFL.

5.4.5 Transactions récentes sur le capital de SFL (à titre indicatif)

Deux transactions sont intervenues concernant le capital de SFL, l'une d'entre elles étant en cours et liée à l'Offre Mixte dont elle constitue un accord connexe.

L'autre transaction concerne la participation dans SFL détenue par le fonds souverain du l'Etat du Qatar qui a été cédée et transférée au profit de la société COLONIAL. Cette transaction, intervenue en 2018, a été réalisée, pour partie, en numéraire par cession et, pour partie, sous forme notamment d'un apport de titres au profit de la société COLONIAL rémunéré en actions de cette société.

Sur la base des informations publiques disponibles (communiqué de la société COLONIAL en date du 15 octobre 2018)⁶², cette transaction a pris la forme :

1. d'un apport de 7 136 507 actions SFL (soit 15,34% du capital) à COLONIAL, rémunéré par 53 523 803 actions nouvelles COLONIAL ;

⁶² https://www.inmoCOLONIAL.com/sites/default/files/press_release_qia_sfl.pdf

2. d'un échange de 400 000 actions SFL (soit 0,86% du capital) contre 3 000 000 actions COLONIAL existantes auto-détenues ;
3. La cession de 2 787 475 actions SFL (soit 5,99% du capital) pour 203 M€.

A l'issue de cette transaction, le fonds souverain de l'Etat du Qatar a donc cédé ou apporté 10,3 millions d'actions SFL représentant environ 22 % du capital de SFL, en échange de 203 M€ et de 56,5 millions d'actions COLONIAL. Rapporté sur une base unitaire, le fonds souverain de l'Etat du Qatar a donc cédé ou apporté chacune de ses actions SFL contre 19,7€⁶³ et 5,5 actions COLONIAL⁶⁴.

A cette date⁶⁵, le cours de l'action SFL s'établissait à 59,4€ et celui de COLONIAL à 8,28€. Cette transaction faisait donc apparaître une prime de 9,5% sur le dernier cours de bourse. Sur la base des CMPV 60 jours à cette même date, soit 58,99€ pour SFL et 8,99€ pour Colonial, cette prime était de 17%.

La valeur de l'ANR Triple net hors droits de SFL s'élevait à 82,3 euros. Le prix de transaction de 69,6€⁶⁶ par action SFL, qui correspond à un montant de 19,7€ en numéraire et 5,5 actions COLONIAL reçues en échange, faisait donc apparaître une décote de 16% par rapport à l'ANR Triple Net de SFL

En appliquant aux 5,5 actions Colonial reçues en échange le critère du cours de bourse CMPV 60 jours au 3 juin 2021 de COLONIAL ou le critère de l'ANR EPRA NDV de COLONIAL au 31 décembre 2020 dividende détaché, la contrevaletur du titre SFL issue des termes de cette transaction s'élèverait respectivement à 65,1€ et 74,7€ par action SFL. Ces valeurs sont significativement inférieures à celles obtenues en appliquant les conditions de l'Offre mixte selon ces mêmes critères, soit respectivement 88€ et 96,7€ par action SFL.

Enfin, la transaction évoquée liée à l'Offre Mixte concerne l'opération de sortie de PREDICA du capital de SFL. Celle-ci, convenue entre COLONIAL et SFL d'une part et PREDICA d'autre part comprend notamment :

- Le rachat par SFL de ses titres dans le cadre d'un échange d'actifs avec PREDICA ;
- L'apport par PREDICA à COLONIAL de titres SFL, rémunérés en titres COLONIAL.

Les conditions de ces opérations qui sont juridiquement liées à l'Offre Mixte sont présentées ci-après en tant qu'Accords Connexes à l'Offre Mixte dont l'analyse figure en section §7.

5.4.6 Multiples de transactions (à titre indicatif)

Comme indiqué précédemment, nous avons recensé différentes opérations publiques.

⁶³ Aux arrondis près $203/10,3 = 19,7$ €

⁶⁴ Aux arrondis près, $(53,5+3)/10,3 = 5,5$ actions

⁶⁵ Cours de clôture au 15 octobre 2018

⁶⁶ Correspond à 19,7€ de part numéraire + 5,5 actions Colonial à l'ANR NNNAV (soit 9,11€ par action).

Nous les présentons ci-dessous ainsi que les multiples sur l'Actif Net extériorisés :

Figure 58 - Multiples observés sur des transactions comparables

Société Foncière Lyonnaise - Multiples observés sur des transactions comparables

Date	Cible	Acquéreur	ANR Triple Net EPRA/Action (€)	Prix Offre (€)	Prix Offre/ANR
oct-17	ANF	Icade	21,0	22,2	1,06x
juin-17	Eurosic	Gecina	48,6	51,0	1,05x
déc-15	CeGeREAL	Northwood	35,8	35,7	1,00x
mars-15	Foncière des Murs	Foncière des Régions	22,65	23,0	1,02x
juin-14	Société de la Tour Eiffel	SMABTP	58,1	58,0	1,00x
				Moyenne	1,02x
				Médiane	1,02x

Source : notes d'information d'AMF, CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Nous avons retenu des multiples d'ANR Triple Net EPRA⁶⁷, agrégat équivalent à l'ANR EPRA NDV⁶⁸ retenu pour la présente opération. Nous avons également retenu les transactions pour lesquelles les cibles présentaient des patrimoines hors droits d'au moins 700 M€ au moment de l'offre.

Nous n'avons pas retenu l'offre publique initiée par EUROSIC sur FONCIERE DE PARIS. En effet, dans le cadre de cette opération, les actionnaires de FONCIERE DE PARIS avaient le choix entre (i) une offre publique d'achat sur la base d'un prix de 1,09 fois l'ANR Triple Net par action de FONCIERE DE PARIS, et (ii) une offre publique d'échange d'actions FONCIERE DE PARIS contre des actions EUROSIC sur la base d'une parité d'ANR Triple Net majorée de 0,5%, soit un multiple de 1,005 fois l'ANR Triple Net par action de FONCIERE DE PARIS. Il convient de préciser qu'il était prévu que dans le cas où les conditions le permettraient, une procédure de retrait obligatoire serait initiée selon les mêmes conditions que l'offre publique d'achat. Dès lors, celle-ci intègre par conséquent des conditions qui ne sont pas transposables au cas d'espèce et qui correspond aux différences entre une offre ouverte et une offre contrainte.

Les multiples moyens et médians observés sont identiques (respectivement 1,02x l'ANR Triple Net EPRA) et leur écart-type limité, ce qui conforte la pertinence de la référence retenue de l'ANR EPRA NDV au cas d'espèce, que nous retenons à titre principal (cf. § 5.2.1).

En l'absence de transactions sur des foncières permettant de valoriser spécifiquement le patrimoine espagnol de COLONIAL, nous serions conduits à retenir le même échantillon de transactions comparables pour COLONIAL, car une partie significative de son patrimoine est représentée par sa participation dans SFL.

Dès lors, la mise en œuvre de cette méthode concernant SFL et COLONIAL reviendrait à comparer ces sociétés sur la base de leur actif net réévalué ANR EPRA NDV, ce qui serait redondant avec la mise en œuvre de l'ANR retenue comme approche privilégiée.

⁶⁷ L'ANR Triple Net EPRA a été remplacé par l'EPRA NDV depuis 2019

⁶⁸ La différence provenant des éventuelles réévaluations d'immobilisations incorporelles

5.5 Mise en œuvre de l'évaluation des titres COLONIAL

5.5.1 Référence à l'actif net réévalué : l'ANR EPRA (à titre principal)

Comme SFL, COLONIAL est une société foncière qui publie le montant de ses actifs nets réévalués selon la méthodologie EPRA.

Ces derniers reposent sur la valeur vénale des actifs immobiliers de COLONIAL déterminée par des experts immobiliers, en l'occurrence JLL et CBRE concernant les actifs immobiliers espagnols, les actifs immobiliers français étant valorisés par les experts immobiliers mandatés par SFL tel que précisé ci-avant.

Notons qu'à la différence de SFL, les méthodes d'évaluation retenues pour les actifs immobiliers situés en Espagne ne comportent que l'approche selon l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie déterminés par les experts mandatés par COLONIAL.

Nous avons obtenu les rapports d'expertises de JLL et CBRE pour les actifs espagnols détenus par COLONIAL.

Nous avons mandaté le cabinet CATELLA PROPERTY SPAIN pour nous assister dans la revue et l'appréciation des rapports et des valeurs portant sur les principaux actifs espagnols.

Dans ce contexte, nous avons sélectionné, sur la base du montant ressortant des rapports d'expertise, 22 actifs situés à Madrid ou à Barcelone, en exploitation ou en développement, qui représentent en valeur cumulée environ deux tiers du patrimoine espagnol de COLONIAL.

L'expert immobilier que nous avons mandaté a effectué une analyse indépendante des rapports d'expertise des actifs ainsi sélectionnés. Il a émis un rapport en date du 31 mai 2021 dans lequel il conclut que :

- (i) pour chacun des actifs examinés, les paramètres de valorisation (i.e. valeur locative, rendement, taux d'actualisation, etc.) sont en ligne avec les données de marché et reflètent leurs caractéristiques et leur localisation,
- (ii) les valeurs ressortant des expertises immobilières sont en ligne avec le marché à la date de l'évaluation.

Notre revue des expertises immobilières des autres actifs n'appelle pas de commentaire de notre part concernant les principaux paramètres retenus et la mise en œuvre des évaluations.

Nous nous sommes également entretenus avec la direction de COLONIAL afin d'obtenir des compléments d'information à la suite de ces analyses notamment concernant les actifs pour lesquels la durée résiduelle des baux apparaît courte. Celle-ci nous a indiqué que COLONIAL effectue un suivi régulier de son patrimoine et assure des relations fréquentes avec les locataires concernés pour anticiper les éventuels renouvellements. Nous nous sommes fait confirmer par lettre d'affirmation les informations communiquées oralement.

Précisons enfin que les comptes 2020 de COLONIAL ont été certifiés sans réserve par leurs commissaires aux comptes.

Rappelons qu'une distribution d'un dividende de 0,22€ par action devrait intervenir avant le 9 juillet 2021 à laquelle les actionnaires de SFL qui apporteront leurs actions à l'Offre n'auront pas droit. Nous présentons donc ces ANR et les ANR par action avant et après détachement de ce dividende.

Nous présentons ci-après, comme pour SFL, l'ANR EPRA NDV ainsi que les ANR EPRA NTA et ANR EPRA NRV de COLONIAL au 31 décembre 2020 et les ANR par action correspondants après déduction de la distribution de ce dividende à intervenir.

Figure 59 – Indicateurs EPRA clés de COLONIAL (publiés et hors dividendes)

M€	ANR 31/12/2020	ANR 31/12/2020 dividende détaché
Capitaux propres états financiers	5 401	
Retraitements	797	
<i>dont droits de mutation</i>	471	
EPRA NRV	6 198	
EPRA NRV / action	12,2	12,0
Retraitements	(471)	
<i>dont annulation du retraitement des droits de mutation</i>	(471)	
EPRA NTA	5 728	
EPRA NTA / action	11,3	11,1
Retraitements	(533)	
<i>dont annulation du retraitement des droits de mutation</i>	-	
EPRA NDV	5 195	
EPRA NDV / action	10,2	10,0

Source : Colonial, analyse Finexsi

Les retraitements entre les différents indicateurs sont déterminés selon la méthodologie EPRA et concernent principalement le traitement des droits de mutation, des impôts différés et des produits de couverture.

Il convient de relever une différence entre COLONIAL et SFL dans la détermination de l'ANR EPRA NTA. Elle porte sur le traitement des droits de mutation.

L'ANR EPRA NTA s'entend après prise en compte de certains passifs d'impôts différés et droits de mutation qualifiés d'inévitables. Cette définition des éléments inévitables est laissée à l'initiative de la société foncière concernée, ce qui contribue à une flexibilité dans la qualification des actifs à conserver ou à céder potentiellement et par conséquent sur le montant des droits de mutation devant être retraités.

L'ANR EPRA NTA de COLONIAL tient compte du coût des droits de mutation pour l'ensemble des actifs immobiliers du groupe alors que ce n'est pas le cas pour SFL. Autrement dit, SFL considère les droits comme évitables concernant son patrimoine, ce qui n'est pas le cas de COLONIAL pour l'ensemble de son patrimoine qui comprend également celui de SFL. Un même patrimoine fait ainsi l'objet d'appréciations différentes entre la Direction de SFL et la Direction de COLONIAL.

Le coût de ces droits est pris en compte par SFL au niveau de l'ANR EPRA NDV.

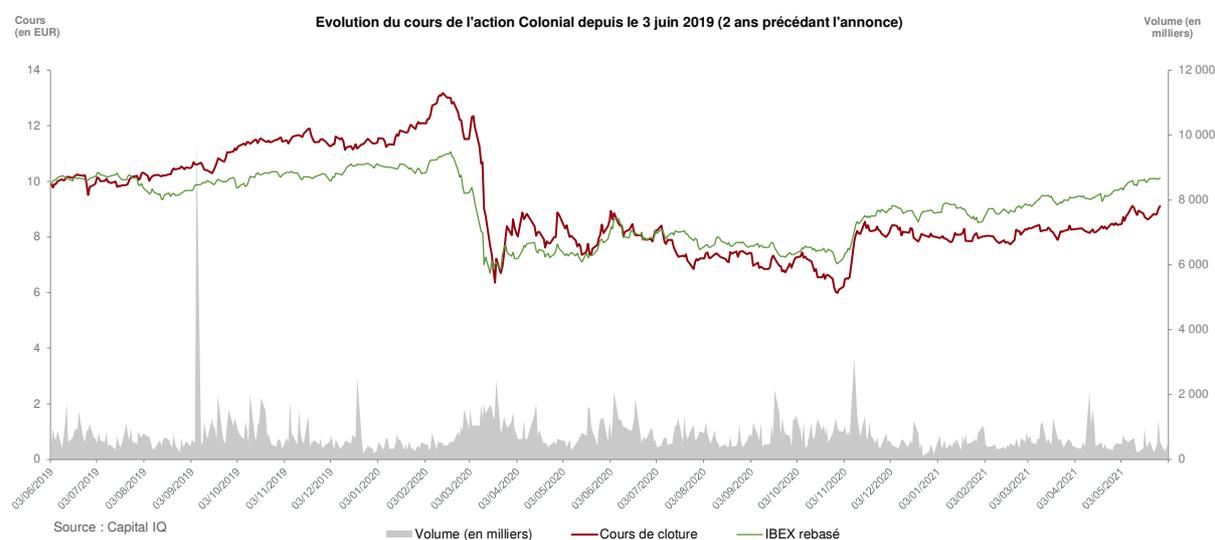
Nous n'avons pas retenu cet indicateur dans notre présentation ci-après au § 6, car selon nous la qualification « d'évitables » ou « d'inévitables » concernant les droits de mutation relève de l'appréciation des dirigeants de SFL pour l'établissement de ses comptes consolidés et de COLONIAL pour l'établissement de ses comptes consolidés.

En conséquence, nous avons choisi de ne pas effectuer de retraitement d'homogénéité et décidé d'écarter cet indicateur (i.e. ANR EPRA NTA).

5.5.2 Référence au cours de bourse de COLONIAL (à titre principal)

Sur les 24 derniers mois, l'évolution du cours de bourse de COLONIAL, comparée à celle de l'indice IBEX 35 (rebasé sur le cours au 3 juin 2019), se présente comme suit :

Figure 60 – Evolution du cours de l'action COLONIAL et du SBF 120 sur deux ans depuis le 3 juin 2019



Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Comme l'ensemble du marché, le cours de bourse de COLONIAL a subi en mars 2020 la survenance de la crise sanitaire liée à la pandémie Covid 19 et son impact sur les marchés financiers, laquelle a effacé la surperformance du titre COLONIAL observée entre juin 2019 et mars 2020.

Nous observons depuis mars 2020 une corrélation forte entre l'évolution du cours de bourse de COLONIAL et l'indice IBEX 35, étant toutefois relevé que depuis décembre 2020, la performance de l'action COLONIAL est en retrait par rapport à celle de l'indice.

Ainsi, après un redressement du cours observé début novembre 2020, le cours de COLONIAL était resté proche de 8€ jusqu'en avril 2021, à des niveaux nettement moindres que ceux observés début 2020. Le cours de COLONIAL affiche une croissance de l'ordre de +10% sur le mois de mai 2021. Au cours de ce mois, COLONIAL a notamment procédé à l'annonce de ses résultats trimestriels au 31 mars 2021 (le 17 mai 2021).

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes (CMPV) au 3 juin 2021 et sur des périodes allant de 1 mois à 2 ans à compter de cette date.

Précisons ici que les cours historiques s'entendent après déduction de la distribution du dividende de 0,22€ à intervenir.

Figure 61 – Analyse des CMPV de l'action COLONIAL

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €/action
Spot (3/6/2021)	9,08
CMPV 1 mois	8,68
CMPV 60 jours	8,26
CMPV 3 mois	8,24
CMPV 6 mois	8,06
CMPV 12 mois	7,56
CMPV 24 mois	8,84
Plus haut 12 mois (3/6/2021)	9,08
Plus bas 12 mois (29/10/2020)	5,76
Plus haut 24 mois (14/2/2020)	12,95
Plus bas 24 mois (29/10/2020)	5,76

* Les CMPV sont calculés à compter de la date d'annonce après déduction de la distribution du dividende à intervenir

Source : Capital IQ et analyse Finexsi

Comme pour le titre SFL, nous retiendrons pour apprécier la valeur de l'action COLONIAL⁶⁹ une fourchette comprise entre 7,56€ (CMPV 12 mois) à 9,08€ (cours spot au 3 juin 2021) dans laquelle s'inscrivent les CMPV 1 mois (8,68€) et 60 jours (8,26€).

5.5.3 Objectifs de cours de COLONIAL (à titre secondaire)

Selon les informations communiquées par la société, dix-huit bureaux d'analyse suivent le titre COLONIAL et publient un objectif de cours. Parmi ces 18 bureaux, nous avons uniquement sélectionné les 11 bureaux pour lesquels nous disposons des notes d'analyste correspondantes et antérieures au 3 juin 2021, jour de l'annonce du projet d'Offre. Ces objectifs de cours ont été principalement mis à jour postérieurement au 17 mai 2021, date de publication des résultats du T1/2021 de COLONIAL. Les objectifs de cours sont les suivants :

⁶⁹ Hors dividende de 0,22€ devant être détaché

Figure 62 – Objectifs de cours de COLONIAL

Bureau	Date	Objectif de cours	Cours	Prime(décote) de l'objectif sur le cours	ANR NDV/Action	Prime(décote) de l'objectif sur l'ANR
Société Générale	28/05/2021	7,8	9,0	(13,4)%	10,2	(23,7)%
Kempen	20/05/2021	9,8	8,7	13,0 %	10,2	(4,1)%
Oddo	18/05/2021	9,5	8,9	7,3 %	10,2	(7,0)%
Mirabaud Securities	18/05/2021	6,5	8,9	(26,6)%	10,2	(36,4)%
Intermoney Valores	18/05/2021	9,5	8,9	7,3 %	10,2	(7,0)%
Barclays	18/05/2021	7,0	8,9	(20,9)%	10,2	(31,5)%
JB Capital Markets	18/05/2021	10,0	8,9	13,0 %	10,2	(2,2)%
J.P Morgan	18/05/2021	10,0	8,9	13,0 %	10,2	(2,2)%
Banco Sabadell	18/05/2021	10,4	8,9	17,5 %	10,2	1,8 %
Kepler Cheuvreux	18/05/2021	8,7	8,9	(1,7)%	10,2	(14,9)%
Morgan Stanley	17/05/2021	8,3	8,9	(6,2)%	10,2	(18,8)%
Moyenne		8,9		0,2 %		(13,3)%

Source : notes d'analystes, CapitalIQ et Banque conseil

Ces publications font apparaître des objectifs de cours compris entre 7,0€ et 10,4€ avec une moyenne de 8,9€.

Depuis nous n'avons pas eu connaissance d'autre publication.

5.5.4 Comparables boursiers de COLONIAL (à titre secondaire)

Compte tenu des spécificités de COLONIAL avec notamment sa détention de SFL, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable, en particulier en matière de situation géographique, de qualité des actifs et de répartition entre bureaux et commerces.

Nous avons toutefois identifié 4 sociétés dont les actifs immobiliers détenus (principalement constitués de bureaux) et la localisation géographique (principalement à Paris), ont été jugés suffisamment comparables à ceux de COLONIAL qui comprend pour une large part les actifs parisiens de SFL, afin de mettre en œuvre ce critère (ci-après « l'échantillon restreint »).

5.5.4.1 Echantillon restreint

Ces 4 sociétés, regroupées dans l'échantillon restreint COLONIAL sont les mêmes que celles retenues pour SFL. Nous renvoyons donc § 5.4.4.1 pour leur description.

5.5.4.2 Echantillon élargi

Nous n'avons identifié qu'une société espagnole de taille significative pouvant être comparée à COLONIAL. Toutefois son positionnement est plus diversifié et la part du segment des bureaux ne représente qu'environ 50% de son activité. Nous avons intégré cette société à notre échantillon de comparables pour COLONIAL (ci-après « échantillon élargi COLONIAL ») pour tenir compte des spécificités du marché immobilier en Espagne.

La société complémentaire retenue dans cet échantillon élargi est la suivante :

- **MERLIN PROPERTIES** est une société foncière espagnole fondée en 2014 et cotée à la bourse de Madrid. Le patrimoine de MERLIN est composé à plus de 49% de bureaux, à plus de 17% de commerces et à plus de 8% d'immobilier logistique. Cette société affiche un taux d'occupation de plus de 94% au 31 décembre 2020, ainsi qu'un patrimoine de plus de 12,8 Mds€ à cette même date.

Le chiffre d'affaires consolidé réalisé au titre de l'exercice 2020 s'élève à 508,6 M€ (contre 530,6 M€ en 2019).

5.5.4.3 Niveau de décote observée sur l'ANR NDV

La valorisation de ces sociétés par le marché fait apparaître de manière récurrente une décote du cours de bourse par rapport à l'ANR⁷⁰. En d'autres termes, la valeur accordée par le marché ne coïncide pas avec la pleine valeur pour l'actionnaire issue des valeurs d'expertise du patrimoine immobilier hors droits.

Cette décote peut s'expliquer par l'appréciation du marché sur les valeurs d'expertise (un décalage éventuel des valeurs d'expertise avec le marché physique, une saturation du marché immobilier, etc.) ou par les caractéristiques des foncières évaluées (liquidité du titre, endettement, qualité des actifs).

Le tableau ci-dessous présente l'évolution de ces décotes aux 31 décembre 2018, 2019 et 2020 ainsi qu'au 22 juin 2021 par rapport au dernier ANR publié (la date retenue pour COLONIAL est le 3 juin 2021 et non le 22 juin 2021 comme pour les autres sociétés) :

⁷⁰ Par rapport à l'ANR Triple Net (NDV) qui sont des ANR liquidatifs, i.e. valeur obtenue par l'actionnaire si tous les immeubles étaient vendus et la dette remboursée. Les décotes sur l'ANR de reconstitution, i.e. valeur à déboursier pour avoir le même patrimoine que la foncière qui intègre les droits de mutation, seraient supérieures.

Figure 63 – Evolution des décotes sur l'ANR NDV sur la période déc. 2018 – juin 2021 pour les sociétés comparables à COLONIAL

Nom société	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	Décote au 22/06/2021*
Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	(14)%	8 %	(21)%	(9)%
Société de la Tour Eiffel	(31)%	(27)%	(46)%	(47)%
Vitura (ex Cegereal)	(13)%	(2)%	(26)%	(6)%
Gecina SA	(30)%	(5)%	(23)%	(15)%
Icade SA	(26)%	7 %	(27)%	(9)%
Moyenne de l'échantillon restreint	(25)%	(7)%	(30)%	(19)%
MERLIN Propertés SOCIMI, S.A.	(25)%	(8)%	(44)%	(32)%
Moyenne de l'échantillon élargi Colonial	(25)%	(7)%	(33)%	(22)%

Source : Capital IQ, sociétés ; analyse Finexsi

* Pour Colonial, le ratio calculé est retraité des dividendes versés en 2021 et prend en compte le cours de bourse de Colonial au 3 juin 2021, soit le dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Opération

Le cours de bourse de COLONIAL présente une décote sur son ANR EPRA NDV qui figure dans la fourchette basse des sociétés de l'échantillon. La décote observée pour COLONIAL est de 9% par rapport à son ANR au 3 juin 2021 à comparer à une décote moyenne pour notre échantillon élargi de 22% à cette même date.

Nous observons par ailleurs que le cours de bourse de la société COLONIAL a parfois présenté une prime par rapport à l'ANR.

Pour l'échantillon élargi, nous avons examiné l'existence d'une relation entre (i) le niveau de décote observé (cours de bourse par rapport à l'ANR) et (ii) le niveau de flottant soit la part de la capitalisation correspondant à celui-ci, sur la base d'une régression entre ces deux paramètres⁷¹.

Nous observons certes que la décote est plus importante pour des sociétés présentant des niveaux de flottants réduits. Toutefois la régression obtenue présente un coefficient de détermination R² relativement faible et des tests statistiques non suffisamment concluants⁷², ce qui ne permet pas d'établir une corrélation fiable pour retraiter les décotes en fonction du niveau du flottant.

⁷¹ L'impact marginal décroissant avec la taille, le paramètre flottant est retenu sur une base logarithmique.

⁷² Le test de Student conduit à une significativité du paramètre avec une marge d'erreur importante, supérieure à 25%

Nous retiendrons alors la moyenne des décotes issues de notre échantillon comme référence de valorisation.

Figure 64 – Décote sur l'ANR NDV et multiple extériorisé sur le cours au 22 juin 2021 pour les sociétés comparables à COLONIAL

Nom société	ANR Triple Net / NDV par action	Cours au 22/06/2021*	Décote au 22/06/2021*	Multiple cours / ANR
Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	10,2	9,3	(9)%	0,91x
Société de la Tour Eiffel	55,0	29,2	(47)%	0,53x
Vitura (ex Cegereal)	44,3	39,6	(6)%	0,94x
Gecina SA	163,0	133,7	(15)%	0,85x
Icade SA	86,1	74,9	(9)%	0,91x
Moyenne de l'échantillon restreint			(19)%	0,81x
MERLIN Properties SOCIMI, S.A.	14,0	9,2	(32)%	0,68x
Moyenne de l'échantillon élargi Colonial			(22)%	0,78x

Source : Capital IQ, sociétés ; analyse Finexsi

* Pour Colonial, le ratio calculé est retraité des dividendes versés en 2021 et prend en compte le cours de bourse de Colonial au 3 juin 2021, soit le dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Opération

Sur la base d'un ANR EPRA NDV (dividende détaché de 0,22€ par action) de 10,0€, l'application des multiples extériorisés par les deux échantillons de comparables, soit 0,81x et 0,78x conduit à une valeur comprise entre 8,1€ et 7,8€ par action COLONIAL.

6. Incidence de l'Opération pour les actionnaires de SFL

6.1 Synthèse des valeurs des sociétés SFL et COLONIAL et appréciation des conditions de l'Offre Mixte pour l'actionnaire de SFL

L'Offre initiée par COLONIAL sur les actions SFL détenues par les actionnaires minoritaires est proposée sur la base de l'échange d'une action SFL contre une composante en numéraire de 46,66€ et une composante en titres de 5 actions COLONIAL.

Figure 65 – Synthèse des résultats et contrevaleurs de SFL issus des termes de l'Offre

(€)	Action SFL	Action Colonial	Contrevaleur SFL		
			Numéraire	Part titres	Total
Référence à l'ANR					
ANR EPRA NDV	96,7	10,0	46,7	50,0	96,7
ANR EPRA NRV	109,9	12,0	46,7	59,9	106,6
Référence au cours de bourse					
Spot (3/6/2021)	64,0	9,1	46,7	45,4	92,0
CMPV 1 mois	62,4	8,7	46,7	43,4	90,1
CMPV 60 jours	61,2	8,3	46,7	41,3	88,0
CMPV 3 mois	61,2	8,2	46,7	41,2	87,9
CMPV 6 mois	61,7	8,1	46,7	40,3	86,9
CMPV 12 mois	61,1	7,6	46,7	37,8	84,5
Objectif de cours					
Objectif de cours moyen	64,3	8,9	46,7	44,5	91,2
Comparables boursiers					
Echantillon restreint	78,0	8,1	46,7	40,5	87,2
Echantillon élargi	76,5	7,8	46,7	39,0	85,7
Transaction récente sur le capital					
Référence au CMPV 60 jours	65,1*				88,0**
Référence à l'ANR EPRA NDV	74,7*				96,7**

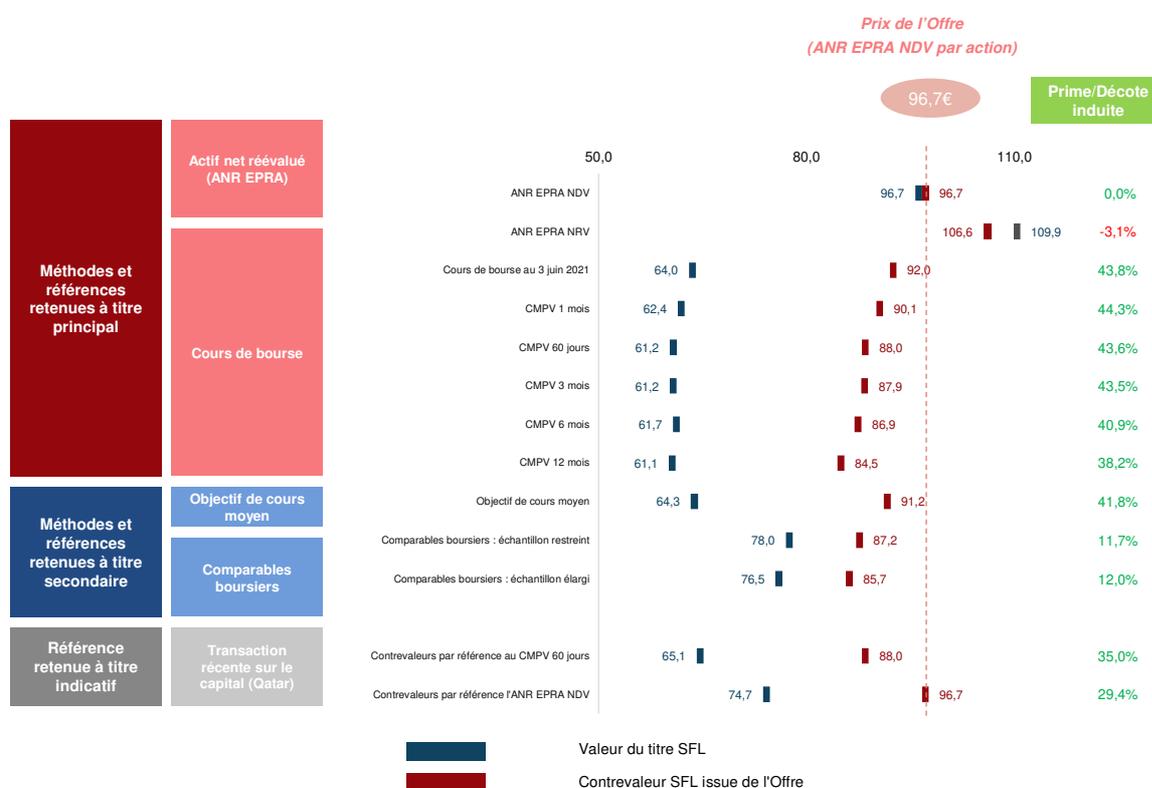
* : contrevaleur du titre SFL selon les termes de la transaction avec le Qatar

** : contrevaleur du titre SFL selon les termes de l'Offre

Il ressort de cette analyse que la composante en numéraire et la composante en échange de titres COLONIAL permettent à l'actionnaire SFL qui apporterait ses titres à l'Offre Mixte de garder inchangé son patrimoine en termes d'actif net réévalué.

La prime induite par l'Offre Mixte sur le titre SFL se présente, pour chacun des critères examinés, comme suit :

Figure 66 – Synthèse graphique des résultats et contrevaleurs de SFL issus des termes de l'Offre



L'Offre Mixte respecte donc les équilibres financiers en termes d'ANR EPRA NDV. En effet, pour l'actionnaire minoritaire la valeur de l'action SFL, selon ce critère, est égale à la somme du montant en numéraire reçu, soit 46,66 euros, et la valeur des 5 actions COLONIAL évaluées selon l'ANR EPRA NDV qu'il recevra en échange dans le cadre de l'Offre. La valeur de son patrimoine détenu avant et après l'Offre Mixte demeure ainsi inchangée.

Sur la base du critère de l'ANR EPRA NRV, c'est-à-dire celui de l'actif net de remplacement qui intègre les droits de mutation sans réévaluation de la dette à taux fixe, l'Offre Mixte extériorise pour l'actionnaire SFL une décote limitée de 3,0% qui peut s'expliquer notamment par des frais de mutation plus réduits pour le patrimoine espagnol de COLONIAL et un niveau d'endettement plus élevé (cf. Ratio LTV). Il convient de relever que cet indicateur n'est pas celui privilégié par SFL, ni par COLONIAL, dans leur communication financière. Il ne s'agit pas non plus de l'indicateur le plus usuellement retenu pour les foncières cotées.

Les conditions proposées dans le cadre de l'Offre font ressortir une prime significative par rapport aux critères du cours de bourse appliqué pour l'action SFL et pour l'action Colonial quelle que soit la référence de cours retenue. Cette prime est de +43,8% par rapport au cours de bourse au 3 juin 2021, dernier jour pour lequel le cours n'est pas impacté par les conditions de l'Offre qui a été annoncée le même jour après la fermeture de la bourse.

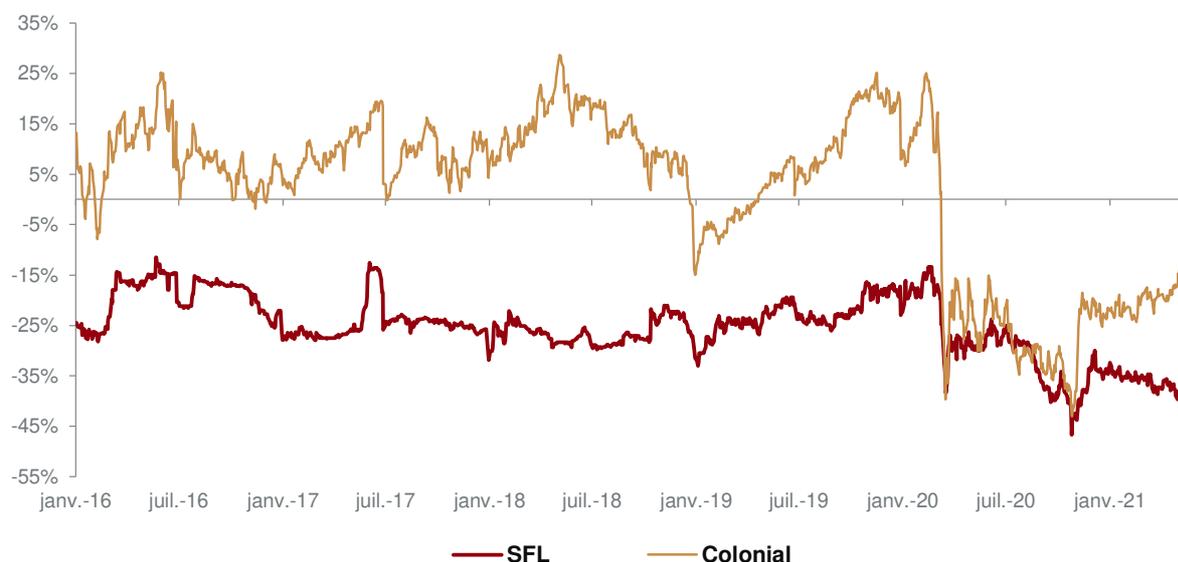
Elle est comprise entre 38,2% et 44,3% selon la période examinée (moyenne des cours pondérés par les volumes calculée sur une période allant de 1 mois à 12 mois à partir de la date de l'annonce de l'Offre). Les primes observées selon ce critère traduisent :

- d'une part, la prime « cristallisée » pour la composante en numéraire de 46,66€ qui représente près de 48% de la valeur de l'action SFL selon l'ANR EPRA NDV qui est supérieur au cours de bourse, et ;
- d'autre part la différence de décote favorable entre les titres échangés. La décote de l'ANR EPRA NDV par rapport au cours de bourse étant moindre pour l'action Colonial que pour l'action SFL ce dont bénéficie l'actionnaire minoritaire dans le cadre de la composante échange de titres. Il convient de relever, outre cette différence de décote, que l'action COLONIAL se caractérise par une liquidité substantiellement plus élevée, ce dont bénéficiera l'actionnaire SFL échangeant ses titres.

Nous présentons ci-après une analyse de l'évolution de la différence de décote du cours de bourse pour les sociétés SFL et COLONIAL

6.2 Incidence de la décote des titres de SFL et COLONIAL

Figure 67 – Evolution des primes et décotes extériorisées sur les EPRA NNAV de SFL et de COLONIAL sur la période janv. 2016 – mai 2021



Source : CAPITAL IQ, Documents Universels d'Enregistrement 2019 et 2020, Rapports annuels 2017 à 2018 et Analyses FINEXSI

Le graphique ci-dessus présente l'évolution des primes et décotes extériorisées sur les cours historiques de SFL et de COLONIAL sur la période de janvier 2016 à mai 2021 par rapport à leur ANR triple net (NNAV), ou ANR EPRA NDV respectifs sur cette même période supérieure à 5 années.

Figure 68 – Synthèse des primes et décotés moyennes extériorisées sur les ANR triple net de SFL et de COLONIAL sur la période janv. 2016 – mai 2021

	SFL	Colonial		SFL	Colonial
Moyenne 1 mois	(37,4%)	(13,8%)	2016	(19,2%)	8,0%
Moyenne 3 mois	(36,8%)	(17,2%)	2017	(24,6%)	9,1%
Moyenne 6 mois	(35,6%)	(19,6%)	2018	(26,5%)	13,4%
Moyenne 1 an	(34,5%)	(24,4%)	2019	(23,0%)	6,5%
Moyenne 2 ans	(28,4%)	(9,6%)	2020	(29,5%)	(19,0%)
Moyenne 5 ans	(25,8%)	1,3%	2021	(36,1%)	(19,0%)
Minimum SFL (28/10/2020)		(46,7%)	Minimum Colonial (26/10/2020)		(43,0%)
Maximum SFL (24/5/2016)		(11,5%)	Maximum Colonial (4/5/2018)		28,7%

Source : CAPITAL IQ, Documents Universels d'Enregistrement 2019 et 2020, Rapports annuels 2017 à 2018 et Analyses FINEXSI

Alors que le cours de SFL a historiquement extériorisé des décotes moyennes entre -19,2% et -36,1% sur la période de janvier 2016 à mai 2021, celui de COLONIAL a quant à lui extériorisé des primes entre 6,5 et 13,4% sur la période 2016-2019 avant de présenter ses premières décotes par rapport à l'ANR en 2020.

Ainsi, la parité proposée dans le cadre de l'Offre Mixte et déterminée par référence à l'ANR EPRA NDV permet un échange entre des titres dont le cours de bourse extériorise des décotes significativement différentes. La décote moindre observée pour les actions COLONIAL bénéficiera à l'actionnaire SFL qui aura échangé ses titres dans le cadre de l'Offre.

Il n'est certes pas possible d'anticiper le niveau de décote du cours COLONIAL à l'issue de la réalisation de l'Offre Mixte et son évolution postérieure à celle-ci. Pour autant, nous observons que le niveau de décote actuelle du titre COLONIAL se situe à des niveaux élevés au regard de la situation observée dans le passé, le titre COLONIAL ayant affiché des primes par rapport à son ANR.

Ainsi, si la décote du titre COLONIAL devait se réduire davantage et retrouver des niveaux observés historiquement, l'actionnaire de SFL qui aura apporté ses actions à l'Offre verra la valeur de sa participation dans COLONIAL s'apprécier.

6.3 Incidence de l'Offre Mixte sur le résultat net part du Groupe par action

Nous présentons ci-après l'incidence de l'Offre Mixte pour les actionnaires minoritaires de SFL participant à celle-ci en termes de résultat net.

A cet effet, nous avons obtenu communication par la Direction de SFL, d'une part, et par la Direction de COLONIAL, d'autre part, d'un plan d'affaires 2021-2025 pour chacune de ces sociétés qui a été approuvé par leur Conseil d'administration respectif. Ce plan d'affaires est réactualisé une fois par an par les équipes opérationnelles de SFL et de COLONIAL qui s'assurent d'une approche homogène entre les actifs au sein des 3 portefeuilles correspondant à leur localisation géographique (Barcelone, Madrid et Paris) en tenant compte de la situation locative propre à chaque actif. La croissance des revenus locatifs de COLONIAL et de SFL sur l'horizon du plan d'affaires sera principalement supportée par la commercialisation des différents actifs en développement.

Nous avons simulé l'incidence de l'Offre en termes de résultat net part de groupe par action (ci-après « RN PdG/action ») en comparant pour les années 2021 à 2023 :

- le résultat net prévisionnel par action de SFL et ;
- la quote-part du résultat net de COLONIAL auquel aura droit l'actionnaire SFL qui apportera une action SFL à l'Offre.

Les résultats de nos analyses sont présentés ci-dessous :

Figure 69 – Impact de l'Offre pour l'actionnaire minoritaire de SFL en termes de Dilution/Relution sur le résultat net PdG/action de COLONIAL

En M€	2021e	2022e	2023e
(Dilution)/Relution sur le RN PdG/action* - avec réinvestissement	15 %	36 %	37 %

* Hypothèses de réinvestissement en actions Colonial de la part en numéraire de 46,66 euros obtenue par les actionnaires minoritaires de SFL dans le cadre de l'Offre, soit environ 5,5 actions Colonial sur la base du CMPV 1 mois de Colonial de 8,68 euros.

Source : Note d'information et Analyse Finexsi

Il ressort de nos simulations que :

- 1) Afin de déterminer la dilution/reclusion réelle pour l'actionnaire SFL, il convient de tenir compte de la composante en numéraire, laquelle représente près de 50% du prix offert (i.e. 1 action SFL – coupon détaché - contre 5 actions COLONIAL – coupon détaché - et 46,66€ en numéraire). En prenant une hypothèse d'un réinvestissement de la composante numéraire en actions COLONIAL⁷³, l'Offre présente un caractère relatif significatif pour l'actionnaire de SFL ;
- 2) Ce caractère relatif s'accroît dans le temps en raison des différences de croissance du résultat net prévisionnel sur la période entre SFL d'une part, et COLONIAL d'autre part.

L'Offre Mixte ressort donc, de ce point de vue, favorable pour l'actionnaire minoritaire SFL, car celle-ci, appréciée dans sa globalité (composante titres et composante numéraire), permet un important effet relatif sur le résultat net par action de ce dernier, pour autant que les prévisions des deux sociétés se réalisent.

⁷³ Soit l'acquisition d'environ 5,5 actions Colonial, sur la base du CMPV 1 mois.

7. Accords connexes pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

7.1 Contrat d'Apport conclu entre PREDICA et COLONIAL

Conformément au Contrat d'Apport conclu le 3 juin 2021 entre PREDICA et COLONIAL, le solde des actions SFL détenues par PREDICA non compris dans l'échange d'actifs entre SFL et PREDICA (*Asset Swap*) fera l'objet d'un apport en nature au bénéfice de COLONIAL soumis à la législation applicable en Espagne. Ainsi, à l'issue de ces opérations, PREDICA ne détiendra plus d'actions de SFL.

7.1.1 Termes du Contrat d'Apport

Le Contrat d'Apport prévoit que PREDICA apportera ses actions SFL⁷⁴ (non échangées dans le cadre du Contrat d'*Asset Swap*), soit 2 328 644 actions ordinaires SFL à COLONIAL, qui émettra 22 494 701 nouvelles actions ordinaires COLONIAL⁷⁵ en rémunération de cet apport.

La parité d'échange servant à la rémunération de l'Apport a été déterminée sur la base de l'ANR EPR NDV (dividende détaché) au 31 décembre 2020 pour SFL et COLONIAL, soit respectivement 96,7€ pour l'action SFL et 10€ pour l'action COLONIAL. La parité d'échange ressort ainsi à 9,66 actions COLONIAL pour une action SFL.

Afin de respecter les termes du Contrat d'Apport, PREDICA a notamment pris l'engagement à compter de l'ouverture de l'Offre et pendant toute sa durée, n'apporter à l'Offre aucune des 5 992 903 actions SFL qu'elle détient devant être (a) échangées avec SFL dans le cadre de l'*Asset Swap* via le programme de rachat de SFL ou (b) apportées à Colonial dans le cadre de l'Apport, étant précisé que PREDICA a accepté de mettre lesdites actions SFL (à l'exception de 25 actions SFL détenues par PREDICA au nominatif pur) sous séquestre jusqu'à la clôture définitive de l'Offre (sauf pour mettre en œuvre l'Apport ou l'*Asset Swap*) aux termes d'un contrat conclu en date du 3 juin 2021 désignant CACEIS comme tiers séquestre.

À toutes fins utiles, il est précisé que PREDICA ne bénéficie d'aucun complément de prix ni d'aucun prix de sortie garanti dans le cadre de l'Apport.

7.1.2 Synthèse et conclusion du rapport du 3 juin 2021 de l'expert indépendant désigné pour l'Apport

Afin d'apprécier les termes du Contrat d'Apport, GRANT THORNTON a été nommé en qualité d'expert indépendant.

Dans son rapport, GRANT THORNTON a considéré les méthodes d'évaluation suivantes :

- Référence à l'actif net réévalué (ANR EPRA NDV) ;

⁷⁴ Ainsi qu'autant de droits de vote théoriques, ce qui représente environ 5% du capital de SFL.

⁷⁵ Représentant environ 4,1% du capital de COLONIAL.

- Méthode des multiples de comparables boursiers ;
- Référence au cours de bourse.

7.1.2.1 Sur la méthode d'évaluation à retenir

A la suite de l'analyse des 3 méthodes évoquées ci-dessus, GRANT THORNTON a considéré que la méthode la plus pertinente pour le calcul de la parité était celle de l'actif net réévalué et donc l'ANR EPRA NDV (dividende détaché) au 31 décembre 2020 pour les deux sociétés.

7.1.2.2 Sur la parité retenue

En conclusion de son rapport, GRANT THORNTON considère que la parité retenue sur la base de l'ANR EPRA NDV (dividende détaché) au 31 décembre 2020 des deux sociétés soit respectivement à 96,7€ et 10,0€ conduira à l'émission de 22 494 701 nouvelles actions par COLONIAL.

Ainsi, il estime que la référence retenue pour déterminer la valeur de l'Apport et sa rémunération soit l'ANR EPRA NDV (dividende détaché) pour SFL et pour COLONIAL, est pertinente et permet d'assurer l'égalité de traitement entre tous les actionnaires. Nous partageons cette analyse.

7.2 Transaction avec PREDICA

7.2.1 Termes de la Transaction PREDICA

Le projet d'Offre Mixte s'inscrit dans le cadre d'un projet global de l'Initiateur de rationalisation de l'actionnariat de SFL et d'accroissement de la participation détenue par l'Initiateur au capital de SFL consistant :

- d'une part, en un dépôt par l'Initiateur du projet d'Offre Mixte ; et
- d'autre part, en une sortie de PREDICA du capital de SFL par l'intermédiaire d'un échange par PREDICA de sa participation dans SFL et dans deux *joint-ventures* co-détenues avec SFL contre des titres de l'Initiateur et une participation dans quatre *joint-ventures* à constituer et qui seront co-détenues avec SFL.

L'actionnariat de SFL au 31 mai 2021 est rappelé ci-dessous :

Figure 70 - Actionnariat SFL au 31 mai 2021

Au 31/05/21	Actions		Droits de votes théoriques	
	#	%	#	%
Inmobiliaria Colonial, Socimi, SA	38 018 307	81,71%	38 018 307	81,91%
Predica	5 992 903	12,88%	5 992 903	12,91%
Autres filiales du Groupe Crédit Agricole (La Médicale, CA Life Greece, CAA, CACI, CALIE Lux, Pacifica, SPIRICA, etc.)	132 287	0,28%	132 287	0,28%
Flottant	2 273 532	4,89%	2 273 532	4,90%
Auto-détention	111 945	0,24%	-	-
<i>Sous-total (hors Colonial et Predica)</i>	<i>2 517 764</i>	<i>5,41%</i>	<i>2 405 819</i>	<i>5,18%</i>
Total	46 528 974	100%	46 417 029	100%

Source : Projet de Note d'information et Analyses FINEXSI

Ainsi, au titre des négociations intervenues entre l'actionnaire de contrôle de SFL (i.e. COLONIAL) et PREDICA, il a été convenu le 3 juin 2021 les opérations suivantes portant sur un échange d'actifs entre SFL et PREDICA (l'Asset Swap) :

a) PREDICA transfère :

- sa participation dans la SCI Washington (34%), propriétaire de l'ensemble immobilier Washington Plaza situé à Paris (75008) ;
- sa participation dans la SAS PARHOLDING (50%) propriétaire de 3 actifs immobiliers : le 90 avenue des Champs-Élysées situé à Paris (75008), la Galerie des Champs-Élysées et le 106 boulevard Haussmann situé à Paris (75008) ;
- ses créances en compte-courant dans les SCI WASHINGTON et PARHOLDING ;
- 3 664 259 actions⁷⁶ SFL représentant 7,9% du capital de la société dans le cadre de la mise en œuvre du programme de rachat d'actions par SFL de ses propres actions (autorisé par l'assemblée générale des actionnaires de SFL du 15 avril 2021)⁷⁷. Ces actions seront ensuite annulées par voie de réduction de capital.

b) En échange, PREDICA recevra une participation de 49% (SFL conservant 51% du capital) dans les quatre entités suivantes au titre de partenariats à conclure avec SFL :

- SAS Cloud qui sera propriétaire, à l'issue d'un apport préalable, de l'ensemble immobilier dénommé #Cloud situé à Paris (75002) ;
- SAS 92 Champs-Élysées qui sera propriétaire, à l'issue d'un apport préalable, de l'immeuble du 92 avenue des Champs-Élysées situé à Paris (75008) ;
- SCI Paul Cézanne, propriétaire de deux immeubles situés rue Paul Cézanne à Paris (75008) ;
- SCI 103 Grenelle, propriétaire d'un immeuble situé au 103 rue de Grenelle à Paris (75007).

⁷⁶ Sur un total de 5 992 903 actions ordinaires

⁷⁷ Le solde de la participation de PREDICA dans SFL sera apporté en échange de nouveaux titres COLONIAL dans le cadre d'un apport en nature

Aux termes du Contrat d'Asset Swap, PREDICA s'est par ailleurs engagée, à compter de l'ouverture de l'Offre et pendant toute sa durée, à n'apporter à l'Offre aucune des 5.992.903 actions SFL qu'elle détient devant être (a) échangées avec SFL dans le cadre de l'Asset Swap via le programme de rachat de SFL ou (b) apportées à Colonial dans le cadre de l'Apport, étant précisé que PREDICA a accepté de mettre lesdites actions SFL (à l'exception de 25 actions SFL détenues par PREDICA au nominatif pur) sous séquestre jusqu'à la clôture définitive de l'Offre (sauf pour mettre en œuvre l'Apport ou l'Asset Swap) aux termes d'un contrat conclu en date du 3 juin 2021 désignant CACEIS comme tiers séquestre.

À toutes fins utiles, il est précisé que PREDICA ne bénéficie d'aucun complément de prix ni d'aucun prix de sortie garanti dans le cadre de l'Asset Swap.

Schématiquement, l'Asset Swap peut être présenté comme ci-après :

Figure 71 - Présentation synthétique de l'Asset Swap

Predica	Asset Swap	SFL
SCI Washington - Transfert de la participation (34%) - Transfert de sa créance en compte-courant Parholding - Transfert de sa participation (50%) - Transfert de sa créance en compte-courant - Transfert de 3 664 259 actions SFL		49% du capital et droits de votes de : - SAS Cloud (immeuble #Cloud) - SAS 92 Champs-Élysées, (immeuble 92) - SCI Paul Cézanne (immeuble Cézanne Saint-Honoré) - SCI 103 Grenelle (immeuble 103 Grenelle) - Les 3 664 259 actions SFL seront annulées par voie de réduction de capital

Ces deux étapes, l'échange d'actifs (l'Asset Swap) et l'Apport, d'une part, et l'Offre Mixte COLONIAL, d'autre part, sont juridiquement liées et nécessitent une appréciation globale, étant précisé que la décision de conformité de l'AMF sur l'Offre, purgée de tout éventuel recours dans les délais applicables conditionne la réalisation définitive de l'Asset Swap et de l'Apport.

7.2.2 Synthèse et conclusion du rapport de FINEXSI, Expert Indépendant intervenu dans le cadre de la convention réglementée entre SFL et PREDICA

Notre mission en tant qu'Expert Indépendant, désigné sur une base volontaire par le Conseil d'administration de la société SFL (la « Société ») du 8 avril 2021, au titre de l'Asset Swap (ci-après la « Transaction PREDICA » ou la « Transaction ») qui constitue une convention réglementée⁷⁸, a pour objet d'examiner que (i) la transaction est dans l'intérêt de la société SFL et (ii) les conditions proposées ne sont pas de nature à remettre en cause le principe d'égalité entre les actionnaires.

Elle comporte pour une de ses composantes le rachat par la société SFL de ses propres actions (le « Rachat ») dans le cadre de l'utilisation du programme de rachat d'actions. Il nous appartient également d'examiner les conditions prévues et le prix proposé dans le cadre de ce Rachat.

⁷⁸ PREDICA détient 12,88% de la société SFL et dispose de deux membres au Conseil d'administration

La partie synthèse et conclusion de notre rapport sur la Convention réglementée et le Rachat est reprise in extenso en annexe du présent rapport. Nous synthétisons ci-dessous nos principales conclusions :

7.2.2.1 Sur l'intérêt de la Transaction PREDICA pour la société SFL

Afin de conclure sur l'intérêt de la Transaction PREDICA pour SFL, nous nous sommes notamment entretenus avec le Management de la Société, ses conseils et avons eu recours à un expert immobilier mandaté par nos soins (le Président de CATELLA VALUATION). Il a procédé à une revue critique des expertises immobilières⁷⁹ communiquées par SFL concernant les actifs immobiliers objet de l'échange en termes d'approche retenue, de paramètres d'évaluation, d'hypothèses de marché en fonction de la nature et de la consistance des biens concernés. Il a également effectué une appréciation globale des actifs acquis par SFL auprès de PREDICA et des actifs SFL cédés à PREDICA.

7.2.2.1.1 Sur l'intérêt social de l'opération :

Selon nous, la Transaction présente un certain nombre d'intérêts stratégiques et financiers pour SFL et ses actionnaires, car elle permet notamment de :

- Renforcer le partenariat historique entre SFL et PREDICA ;
- Maintenir inchangé le management actuel et les orientations stratégiques de SFL ;
- Réaliser une plus-value qui bénéficiera aux actionnaires de SFL par l'intermédiaire d'une distribution de dividendes égale à 70% de son montant en application du régime SIIC.

Nous considérons donc que la Transaction est conforme à l'intérêt social SFL.

7.2.2.1.2 Sur la qualité des actifs échangés :

Nous considérons, à la suite des conclusions de l'Expert Immobilier mandaté par nos soins, que :

- Les paramètres retenus dans les rapports d'expertise sont cohérents, pertinents et en ligne avec le marché ;
- La composition des 2 portefeuilles d'actifs échangés ne semble pas avantager l'une ou l'autre des parties ;
- L'analyse des 2 portefeuilles ne fait apparaître aucune différence sur la façon dont les actifs sont évalués.

Ainsi, nous considérons que les actifs échangés sont évalués selon des paramètres comparables, en ligne avec le marché et que l'analyse de la composition des 2 portefeuilles ne semble pas faire apparaître de différences en termes de qualité en faveur de l'une ou l'autre des parties.

⁷⁹ Réalisées par CBRE et CUSHMAN & WAKEFIELD

7.2.2.2 Sur l'égalité de traitement entre les actionnaires

7.2.2.2.1 Sur la revue de la documentation juridique encadrant la Transaction :

Nous avons réalisé une revue des principaux documents juridiques encadrant la Transaction afin de nous assurer qu'aucun terme n'était de nature à remettre en question l'égalité de traitement entre les actionnaires. Les principaux documents juridiques que nous avons identifiés sont i) les Pactes d'Associés et ii) l'Accord de Liquidité offert à PREDICA.

- i) Les Pactes d'Associés concernant les nouveaux partenariats entre SFL et PREDICA confèrent le contrôle opérationnel de SFL sur les actifs détenus. Nous comprenons que des discussions ont eu lieu avec les Commissaires aux comptes de SFL pour confirmer le maintien de ce contrôle conformément aux principes comptables IFRS.

La Direction de SFL nous a confirmé par une lettre d'affirmation que la société conserverait le contrôle des actifs concernés par la Transaction PREDICA.

- ii) L'Accord de Liquidité offre à PREDICA la faculté de demander, à compter du cinquième anniversaire de la signature de l'Accord de Liquidité, une liquidité pour un montant maximum de 30% de la valeur ANR EPRA NDV des titres qu'elle détiendra lors de cette demande, diminué de certains montants déjà perçus par PREDICA. Les modalités de mise en œuvre de cette liquidité (choix de désinvestissement, endettement...) pour répondre à la demande de PREDICA seront à la main de SFL, dans un délai de 12 mois. L'Accord de Liquidité prévoit qu'à l'issue du délai de 12 mois, à défaut pour SFL d'avoir permis à PREDICA de percevoir une somme au moins égale au montant de liquidité figurant dans sa demande (au maximum 30% de son exposition économique dans les quatre *joint-ventures*, le cas échéant diminué de toute déduction), PREDICA bénéficiera d'un droit de cession forcée sur SFL et pourra demander à SFL de mettre en place un processus de cession d'un ou plusieurs des actifs immobiliers sélectionnés à condition que leur valeur, le cas échéant cumulée, soit inférieure ou égale au montant de liquidité figurant dans la demande, le cas échéant diminué de toute Déduction. SFL pourra, à sa seule option, mettre en place la vente conjointe de la totalité des titres de la ou des *joint-ventures* concernées (nonobstant un montant de liquidité figurant dans la demande inférieur à la valeur EPRA NDV des titres de la *joint-venture* concernée).

Il convient toutefois de préciser que les actifs reçus par PREDICA en échange sont par nature moins liquides que le paiement en numéraire, puisque l'Accord de Liquidité conclu entre PREDICA et SFL n'offre qu'une liquidité partielle à partir de la 5^{ème} année suivant la Transaction, tandis que les actionnaires minoritaires ont accès à la liquidité par la branche numéraire, et à un titre COLONIAL dont la liquidité est meilleure que celle du titre SFL.

Sur la base de notre revue de la documentation juridique encadrant la Transaction comprenant les i) les Pactes d'Associés et ii) l'Accord de Liquidité offert à PREDICA nous n'avons pas relevé :

- de clause de complément de prix (ou avantages assimilés) au bénéfice de PREDICA
- de prix de sortie garanti au bénéfice de PREDICA.

7.2.2.2.2 Sur le choix de l'agrégat retenu :

Nous pensons que la règle de l'ANR EPRA NDV permet d'assurer l'égalité de traitement entre les actionnaires, étant précisé que :

- Le traitement particulier réservé à la fiscalité latente de la plus-value sur PARHOLDING dans le cadre de la négociation de la Transaction PREDICA n'est pas de nature à remettre en cause ce principe d'égalité, au regard des bénéfices potentiellement attendus de l'obtention du statut SIIC post-Transaction ;
- Selon nos simulations et sur la base des retraitements communiqués par le management, la Transaction PREDICA entraîne selon les années des variations légèrement négatives ou positives du résultat net part du groupe par action, lesquelles résultent de l'évolution de la situation locative de chacun des biens concernés par la Transaction. La Transaction PREDICA ressort donc, de notre point de vue, neutre pour l'actionnaire minoritaire en termes de dilution ou relation sur le résultat net.

Ainsi, nous estimons que la référence à l'ANR EPRA NDV (dividende détaché) est le critère le plus pertinent pour déterminer la juste valeur des actifs immobiliers concernés par la Transaction. Ce critère est également celui retenu pour l'Offre mixte proposée aux actionnaires minoritaires. Il permet d'assurer le respect du principe d'égalité entre les actionnaires **grâce à une approche de valorisation homogène pour toutes les catégories d'actionnaires.**

7.2.2.2.3 Sur la comparaison de la situation de PREDICA dans le cadre de la Transaction et celle des autres actionnaires dans le cadre de l'Offre Mixte

La prime globale induite s'élève à 21% pour PREDICA⁸⁰ (comprenant l'ensemble des échanges d'actifs⁸¹ et non pas ceux limités aux actions SFL échangées et apportées) contre 45% pour l'actionnaire minoritaire participant à l'Offre Mixte.

En limitant la comparaison au traitement des titres SFL détenus par PREDICA et des titres SFL détenus par les actionnaires minoritaires, le niveau de prime offerte est légèrement supérieur pour PREDICA (48,1% pour PREDICA contre 45,1% pour les actionnaires minoritaires)⁸². Ce différentiel s'explique principalement par la proportion plus importante d'échange d'actifs contre les actions SFL concernant PREDICA que la quote-part de paiement en numéraire proposée aux actionnaires minoritaires.

Il convient toutefois de préciser que les actifs reçus par PREDICA en échange sont par nature, moins liquides que le paiement en numéraire ou en titres plus liquides, dont bénéficient les actionnaires minoritaires, ce qui peut justifier l'écart observé.

⁸⁰ Sur la base des CMPV 30 jours au 28 mai 2021

⁸¹ L'échange d'un actif immobilier contre un autre actif immobilier de même valeur n'offre par principe aucune prime en termes d'ANR.

⁸² Sur la base des CMPV 30 jours au 28 mai 2021

Ces constats ainsi relevés ne sont donc pas de nature à remettre en cause le principe de l'égalité de traitement des actionnaires.

7.2.2.2.4 Sur l'impact de la Transaction sur l'ANR EPRA NDV pour le minoritaire SFL

Postérieurement à la Transaction, l'ANR EPRA NDV (dividende détaché) par action passera de 96,7 € à 94,6 €. Cette baisse d'environ -2% s'explique par le partage à 50%-50% des droits de mutation relatifs aux échanges d'actifs entre SFL et PREDICA, notamment au titre de la fiscalité sur la plus-value latente de la société PARHOLDING.

Ainsi, il apparaît que la baisse de l'ANR EPRA NDV par action pour l'actionnaire minoritaire SFL est limitée (impact de la fiscalité) et est in fine sans impact sur l'Offre Mixte, les modalités de celle-ci étant déterminées sur la base de l'ANR EPRA NDV de SFL hors fiscalité (i.e. 96,7€).

7.2.2.2.5 Sur l'impact de la Transaction sur le résultat net part du groupe par action

L'incidence de la Transaction sur le résultat net part du groupe par action de SFL⁸³ présente un caractère légèrement relatif en 2022^e et 2025^e et légèrement dilutif en 2023^e et 2024^e. Ce constat s'explique par l'évolution de la situation locative de chacun des biens concernés, après prise en compte des i) charges d'intérêts liées au financement du versement des dividendes au titre de la plus-value sur les cessions d'actifs constatées lors de la Transaction et de ii) la part des intérêts minoritaires dans le résultat de SFL correspondant au nouveau périmètre hors groupe résultant de la Transaction⁸⁴.

La Transaction PREDICA ressort donc, de notre point de vue, neutre pour l'actionnaire minoritaire en termes de dilution ou relation sur le résultat net.

7.2.2.2.6 Sur l'impact de la Transaction sur le ratio LTV

Le ratio LTV post-transaction présente une hausse modérée d'environ 3 points à fin 2025, consécutive à la prise en compte de l'incidence de la distribution de dividendes qu'il conviendra de financer (conformément au régime SIIC) et qui s'élève à 185 M€, ainsi que les frais des transactions. Le niveau projeté d'environ 25% se situe dans la fourchette basse des niveaux d'endettement des autres foncières comparables à SFL.

En définitive, l'incidence de la Transaction PREDICA sur le niveau d'endettement de SFL apparaît modérée et n'est pas de nature à remettre en cause les équilibres financiers et les capacités d'investissement pour de nouveaux projets.

⁸³ En tenant compte de l'annulation des titres SFL représentant 7,9% du capital.

⁸⁴ Participations de 49 % détenues par PREDICA dans au titre des nouveaux partenariats (SAS CLOUD, SCI PAUL CEZANNE, SAS 92 CHAMPS-ELYSEES et SCI 103 GRENELLE).

7.2.2.3 Sur le programme de rachat par SFL de ses propres actions

7.2.2.3.1 Sur les termes du programme de rachat d'actions :

Les critères du programme de rachat d'actions par SFL de ses propres actions, fixés par la 14^{ème} résolution de son assemblée générale mixte du 15 avril 2021 sont respectés, car :

- Le nombre de titres rachetés est inférieur à 10% de son capital (environ 8% au cas d'espèce) ;
- Le prix de rachat par action est inférieur à 100€ (96,7€ au cas d'espèce).

7.2.2.3.2 Sur les termes du rachat par SFL de ses actions :

Le prix retenu ne tient pas compte de la décote mentionnée dans la recommandation de l'AMF dont il est néanmoins possible de déroger dans des situations particulières.

Cependant, ce rachat consenti à PREDICA ne remet pas en cause l'égalité de traitement des actionnaires puisque ce dernier doit être analysé à la lumière de l'offre dans sa globalité. En effet, les autres actionnaires auront la faculté de procéder à l'échange de leurs actions SFL dans le cadre de l'Offre Mixte sur la base des mêmes conditions (ANR EPRA NDV dividende détaché) que celles consenties à PREDICA au titre du rachat de ses actions SFL.

Dès lors ce constat est de nature à conforter le caractère équitable des conditions du rachat par SFL de ses propres titres dans le cadre de la Transaction PREDICA.

7.3 Mécanisme de liquidité des actions gratuites

SFL a mis en place plusieurs plans d'actions gratuites correspondant à des actions de performance au bénéfice de certains dirigeants. Ces actions sont soumises à des contraintes portant sur les conditions d'acquisition (i.e. date où les actions attribuées sont définitivement acquises) et des périodes de conservation, ou de conservation renforcée, le cas échéant (i.e. période pendant laquelle les actions ne sont pas cessibles).

Selon le Projet de Note d'Information, « *COLONIAL proposera aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Acquisées Indisponibles et aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Non Acquisées qui ne peuvent pas les apporter à l'Offre, compte tenu de leur indisponibilité, la conclusion de contrats de liquidité. Aux termes de ces contrats, COLONIAL s'engagera à offrir aux bénéficiaires de ces Actions Gratuites des conditions de rachat de leurs actions SFL identiques à celles offertes aux actionnaires de SFL au titre de l'Offre* ».

Il convient dès lors de s'assurer que la clause consentie ne constitue pas un avantage significatif dont bénéficieraient les bénéficiaires de ces plans, au détriment des autres actionnaires.

Nous avons obtenu en format projet le contrat de liquidité de ces actions gratuites. Ils prévoient que le bénéficiaire d'Actions Indisponibles aura la faculté d'exiger de Colonial l'acquisition desdites actions pendant une période de deux ans à compter de leur disponibilité, en contrepartie pour

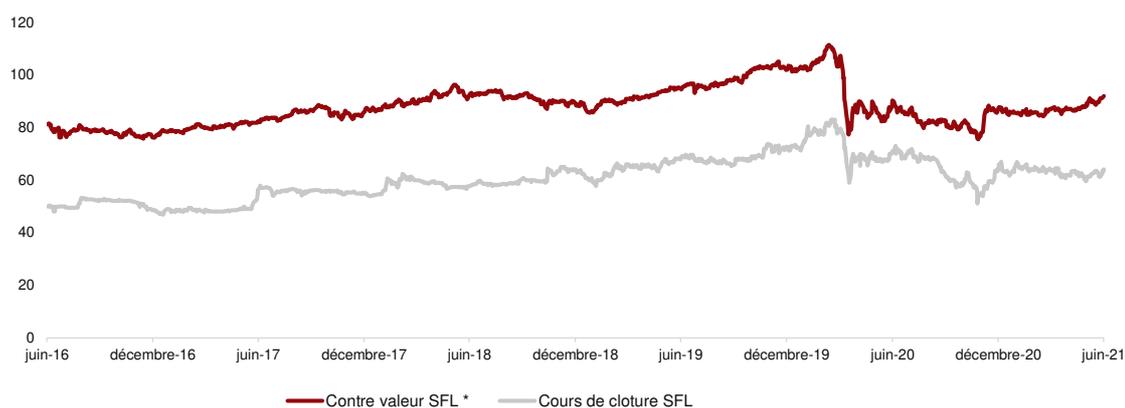
chaque action gratuite transférée d'une somme en numéraire unitaire de 46,66€ et d'actions COLONIAL⁸⁵.

Il n'apparaît pas envisageable de mettre en œuvre un modèle optionnel : la liquidité du titre SFL est déjà très faible, elle le sera davantage à l'issue de l'offre avec un flottant en tout état de cause inférieur à 5% voire résiduel dans le cas où une part élevée d'actionnaires minoritaires participerait à l'Offre. Ces modèles seraient inadaptés et le coût des couvertures serait fortement sous-estimé.

Nous relevons néanmoins que :

- le patrimoine de SFL représente plus de 60% de la valeur du patrimoine de COLONIAL, les évolutions des cours ne sont donc pas indépendantes⁸⁶. En conséquence, la probabilité d'une évolution significativement baissière du cours de COLONIAL comparée à celle de SFL est donc faible ;
- la prime offerte aux actionnaires minoritaires s'établit, sur la base des cours au 3 juin 2021 à 43,8% et depuis 5 ans, l'application des conditions de l'Offre conduit en permanence à des primes significatives ;

Figure 72 – Evolution sur 5 ans du cours SFL et de la contre-valeur issue des conditions de l'Offre



* : égale à 46,66 + 5 fois cours de Colonial

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

- Enfin, les actionnaires qui apporteront leurs actions bénéficient d'une part en numéraire de l'ordre de 73% du dernier cours de bourse (au 3 juin 2021), ce qui réduit la valeur optionnelle de la chance de ne pas avoir apporté à l'Offre puisque les détenteurs d'actions gratuites recevront la même rémunération en numéraire.

Les actions gratuites sont attribuées aux dirigeants de SFL en fonction des performances des bénéficiaires concernés. Compte tenu de leurs conditions d'attribution, elles sont acquises gratuitement et diffèrent à ce titre des actions détenues par les actionnaires minoritaires visés par l'Offre.

Le mécanisme de liquidité offert aux actions gratuites (représentatives d'actions de performance) correspond aux mêmes conditions que celles proposées dans le cadre de l'Offre.

⁸⁵ sur la base de la parité d'échange retenue dans le cadre de l'Offre, sous réserve d'éventuels ajustements.

⁸⁶ Le coefficient de corrélation calculé quotidiennement sur deux ans est de 77%.

Dès lors, les termes de ce mécanisme de liquidité ne sont donc pas de nature à introduire une différence de traitement entre différentes catégories d'actionnaires.

7.4 Autres accords connexes

Le Projet de Note d'Information ne fait état d'aucun autre accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Nous n'avons connaissance d'aucun accord connexe susceptible d'influencer notre appréciation du prix d'Offre et sur lequel nous devrions nous prononcer.

7.5 Conclusion sur les accords connexes

Sur la base de ces constats, les accords connexes ne sont pas de nature à remettre en cause notre appréciation de l'équité des termes de l'Offre.

8. Analyse des éléments d'appréciations établis par les Banques Présentatrices

MORGAN STANLEY EUROPE SE et MORGAN STANLEY BANK AG, agissant en tant que Banques Présentatrices de l'Offre, ont préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du Projet de Note d'information.

Nous avons analysé ces éléments, nous nous sommes rapprochés des représentants des Banques Présentatrices en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues, et avons obtenu leur rapport d'évaluation.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-dessous (aux arrondis près) :

Figure 73 – Synthèse des travaux respectifs et contrevaieur de SFL issue des termes de l'Offre

(€)	Finexsi					Banques Présentatrices				
	Action SFL	Action Colonial	Contrevaieur SFL			Action SFL	Action Colonial	Contrevaieur SFL		
			Numéraire	Part titres	Total			Numéraire	Part titres	Total
Référence à l'ANR										
ANR EPRA NDV	96,7	10,0	46,7	50,0	96,7	96,7	10,0	46,7	50,0	96,7
ANR EPRA NTA						100,6	11,1	46,7	55,5	101,9
ANR EPRA NRV	109,9	12,0	46,7	59,9	106,6	109,9	12,0	46,7	59,9	106,6
Référence au cours de bourse										
Spot	64,0	9,1	46,7	45,4	92,0	64,0	9,1	46,7	45,5	92,0
CMPV 1 mois	62,4	8,7	46,7	43,4	90,1	62,2	8,7	46,7	43,5	90,0
CMPV 2 mois						61,5	8,4	46,7	42,0	88,7
CMPV 60 jours	61,2	8,3	46,7	41,3	88,0					
CMPV 3 mois	61,2	8,2	46,7	41,2	87,9	61,2	8,3	46,7	41,5	88,0
CMPV 6 mois	61,7	8,1	46,7	40,3	86,9	61,7	8,1	46,7	40,5	86,9
CMPV 9 mois						60,1	7,7	46,7	38,5	85,1
CMPV 12 mois	61,1	7,6	46,7	37,8	84,5	61,6	7,6	46,7	38,0	84,7
Plus haut 12 mois						70,6	9,1	46,7	45,5	92,0
Plus bas 12 mois						49,3	5,8	46,7	29,0	75,5
Objectif de cours										
Objectif de cours moyen	64,3	8,9	46,7	44,5	91,2	64,3	8,9	46,7	44,5	91,2
Objectif de cours médian						64,0	9,5	46,7	47,5	93,9
Objectif de cours le plus haut						75,0	10,4	46,7	52,0	98,6
Objectif de cours le plus bas						54,0	4,9	46,7	24,5	71,2
Comparables boursiers										
Echantillon restreint	78,0	8,1	46,7	40,5	87,2	83,1	8,6	46,7	43,0	89,7
Echantillon élargi	76,5	7,8	46,7	39,0	85,7					
Transactions récentes sur le capital de SFL										
<i>Transaction avec le Qatar Investment Authority</i>										
Référence cours de bourse	65,1				88,0	69,4				92,0
Référence ANR EPRA NDV	74,7				96,7					
<i>Apport en nature par Predica à Colonial</i>										
Référence cours de bourse						87,7				92,0

8.1 Méthodes et références d'évaluation

Pour la valorisation de SFL et de COLONIAL, les Banques Présentatrices ont retenu :

- A titre principal :
 - L'analyse du cours de bourse historique ;
 - La référence aux Actifs Nets Réévalués EPRA ;
 - Les multiples de sociétés comparables ;
- A titre indicatif :

- La référence aux objectifs de cours des analystes ;
- Les transactions récentes sur le capital.

A titre principal, nous avons également considéré les méthodes des Actifs Nets Réévalués EPRA et l'analyse du cours de bourse historique.

Nous n'avons en revanche retenu qu'à **titre secondaire** la référence aux objectifs de cours des analystes, car le suivi du titre SFL par les analystes apparaît limitée et la méthode des multiples de sociétés comparables, car nous avons considéré, pour cette dernière méthode, que les échantillons de sociétés comparables à SFL ou COLONIAL n'étaient pas pleinement pertinents pour que celle-ci soit retenue à titre principal.

Enfin, comme les Banques Présentatrices, nous n'avons retenu la méthode des transactions récentes sur le capital **qu'à titre indicatif**⁸⁷ et cela uniquement pour SFL.

En ce qui concerne les méthodes écartées, les Banques Présentatrices ont écarté les méthodes de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, de l'actualisation des dividendes, de l'actif net comptable et des multiples de transactions comparables. Nous avons également écarté ces mêmes méthodes, à l'exception de la méthode des multiples de transactions comparables que nous avons retenue à titre indicatif pour évaluer le titre SFL (cf. ci-dessus).

8.2 Mise en œuvre des différents critères

8.2.1 Références aux cours de bourse historiques

La mise en œuvre de cette méthode par les Banques Présentatrices appelle les commentaires suivants de notre part :

Comme nous, les Banques Présentatrices ont retenu comme date de référence pour leurs calculs celle du 3 juin 2021, dans la mesure où les communiqués de presse annonçant cette opération sont intervenus ce même jour après bourse et n'ont donc pas influencé le cours.

Nous avons pris en compte les volumes échangés sur la seule plateforme EURONEXT PARIS⁸⁸ en ce qui concerne SFL et BME (*Bolsas y Mercados Españoles*) pour les titres COLONIAL, alors que les Banques Présentatrices retiennent les volumes échangés sur l'ensemble des plateformes électroniques européennes⁸⁹.

En revanche, à l'instar des Banques Présentatrices, nous avons raisonné sur des cours ajustés du détachement des dividendes.

Ces différences de référence pour la mise en œuvre des calculs se traduisent par des écarts sur les volumes échangés⁹⁰ et par conséquent sur les cours moyens pondérés par les volumes en

⁸⁷ Nous exposons les raisons qui nous ont conduits à ne pas considérer cette méthode à titre principal en § 8.2.5.

⁸⁸ Source Capital IQ

⁸⁹ Source Bloomberg

⁹⁰ Pour SFL, la rotation du capital sur un an s'élève à 0,6% selon nos bases et à 0,7% selon les bases des Banques Présentatrices. Pour Colonial, les Banques Présentatrices retiennent des échanges significativement plus importants que nous (avec une rotation respectivement de 80% et de 36% du capital sur un an).

résultant. Ces écarts demeurent toutefois faibles et ne modifient pas nos conclusions respectives en termes d'analyses de la liquidité des actions concernées et de nos calculs des primes offertes par l'Offre. Ce point n'appelle donc pas de commentaire complémentaire de notre part.

8.2.2 Références aux ANR EPRA

Les Banques Présentatrices ont retenu une approche d'évaluation fondée sur la référence aux actifs nets réévalués EPRA, méthode que nous avons également retenue.

A l'instar de nos travaux, les Banques Présentatrices ont effectué leurs analyses sur les ANR EPRA NRV, ANR EPRA NTA et ANR EPRA NDV de SFL et de COLONIAL, ajustés de la distribution du dividende en 2021 au titre de l'exercice 2020, soit respectivement 2,1€ et 0,22€.

Pour les besoins de leurs analyses, elles se sont ainsi référées aux ANR EPRA communiqués par les deux sociétés et validés par leur commissaire aux comptes, étant rappelé que les valeurs de marché des actifs immobiliers sont issues des rapports établis par des experts immobiliers.

Nos calculs relatifs aux ANR EPRA NRV et ANR EPRA NDV conduisent aux mêmes résultats que ceux des Banques Présentatrices.

En revanche, les Banques Présentatrices ont effectué un ajustement supplémentaire sur l'ANR EPRA NTA de SFL en retraitant les droits de mutation, dans un souci d'homogénéité avec l'approche suivie par COLONIAL dont l'ANR EPRA NTA est considéré après déduction des frais de mutation, c'est-à-dire hors droits de mutation.

Rappelons ici que l'ANR EPRA NTA vise à refléter les actifs corporels d'une foncière et suppose qu'elle achète et vende certains de ses actifs, cristallisant ainsi certains passifs d'impôts différés et droits de mutation inévitables, sauf si la société parvient à démontrer que ces derniers pourront être en partie évités ou réduits.

Dans ce contexte, le niveau des droits de mutation cristallisés et imputés aux ANR EPRA sont propres à chaque foncière : le retraitement mécanique des ANR EPRA publiés est selon nous un exercice théorique, car ces agrégats reflètent une part de jugement propre à chaque Direction. Nous n'avons donc pas procédé à des retraitements sur des éléments qui traduisent le jugement de la Direction, quand bien même il s'agirait d'aligner les approches de détermination de l'ANR EPRA de SFL et de COLONIAL.

8.2.3 Multiples des comparables boursiers

La mise en œuvre de cette méthode par nos soins et par les Banques Présentatrices appelle les commentaires exposés ci-après.

Sur la composition de l'échantillon de comparables

Les Banques Présentatrices ont retenu un échantillon commun pour la valorisation de SFL et de COLONIAL composé de CEGEREAL (VITURA), COVIVIO, GECINA et ICADE. Les principaux facteurs de choix ont été i) la prise en compte du régime SIIC, ii) une part de segment bureaux prépondérante et iii) un patrimoine de taille significative.

Pour notre part, nous n'avons pas retenu COVIVIO dans notre échantillon, en raison de la trop forte diversification de ses activités. En effet, en dépit d'un patrimoine composé à 60% de bureaux, les actifs de bureaux français ne représentent que 35% de son patrimoine et comptent pour une proportion importante des actifs non parisiens.

A contrario, nous avons considéré la SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL comme une société comparable suffisamment proche en termes de patrimoine⁹¹ pour être intégrée à notre échantillon. Les Banques Présentatrices ne l'ont pas retenue.

Nous avons également considéré un échantillon élargi pour chacune des deux sociétés en retenant pour SFL des sociétés présentant des caractéristiques plus éloignées et de taille plus modeste afin d'appréhender la faible liquidité du titre SFL (FONCIERE INEA, DASSAULT IMMOBILIER et SCBSM) et pour COLONIAL en retenant MERLIN PROPERTIES afin d'intégrer une foncière espagnole dans l'échantillon.

Les Banques Présentatrices ont quant à elles retenu un échantillon commun pour les deux sociétés, mais dans la mesure où les multiples issus de leurs analyses sont appliqués de manière indifférenciée à SFL et COLONIAL, nous n'avons pas de commentaire sur les valorisations obtenues in fine par les Banques.

Sur les ajustements réalisés sur l'ANR, agrégat de référence des comparables

Pour notre part, nous avons retraité les ANR des sociétés comparables des dividendes versés en 2021, retraitement qui n'a pas été effectué par les Banques Présentatrices. Cependant, dans la mesure où les multiples issus de leurs analyses sont appliqués de manière indifférenciée à SFL et COLONIAL, nous n'avons pas de commentaire sur la mise en œuvre de cette méthode par les Banques.

Sur la date d'analyse des cours de bourse

Enfin, comme pour l'analyse des cours de bourse de SFL et de COLONIAL, les Banques Présentatrices ont retenu le 3 juin 2021 comme date de référence des cours des sociétés comparables, quand nous avons retenu pour ces dernières le 22 juin 2021, date plus proche de l'émission de notre rapport. En effet, les cours de bourse des sociétés comparables ne sont pas selon nous impactés par l'annonce de l'Offre Mixte.

8.2.4 Objectifs de cours

Les Banques Présentatrices ont mis en œuvre cette méthode sur la base des objectifs de cours communiqués par Bloomberg.

Nous avons pour notre part retenu uniquement les objectifs de cours pour lesquels nous disposions des notes correspondantes.

Nous retenons les objectifs de cours moyens, lorsque les Banques Présentatrices retiennent leur moyenne, leur médiane ainsi que les plus haut et plus bas.

⁹¹ Il est évalué à environ 1,9 Md€, en grande majorité constitué d'immeubles de bureaux ou de locaux mixtes majoritairement situés à Paris et en région parisienne.

Nous obtenons un objectif de cours moyen pour SFL de 64,3€, et de 8,9€ pour COLONIAL, soit des montants identiques à ceux obtenus par les Banques Présentatrices.

Cette méthode n'appelle pas d'autre commentaire de notre part.

8.2.5 Transactions récentes sur le capital

Les Banques Présentatrices retiennent à titre indicatif le critère des transactions récentes intervenues sur le capital des deux sociétés, méthode que nous avons retenue à titre indicatif pour la valorisation de SFL.

Dans nos travaux, nous avons étudié les transactions auxquelles les Banques Présentatrices se réfèrent, à savoir la transaction intervenue en 2018 concernant QATAR INVESTMENT AUTHORITY et les transactions concernant la sortie de PREDICA du capital de SFL qui seront réalisées concomitamment à l'Offre Mixte.

Nous avons retenu la transaction concernant QATAR INVESTMENT AUTHORITY à titre indicatif pour l'appréciation de la valeur de SFL et pour la comparaison avec les conditions de l'Offre.

Les Banques Présentatrices ont choisi de déterminer une contrevaletur du titre SFL en appliquant aux conditions de cette transaction⁹² le cours spot de Colonial au 3 juin 2021, lorsque nous les avons appliquées au CMPV 60 jours de Colonial et à son ANR EPRA NDV.

Nous relevons que les conditions proposées lors de cette transaction sont moins favorables que celles proposées dans le cadre de l'Offre Mixte.

Nous n'avons pas retenu la transaction avec PREDICA pour la mise en œuvre de cette méthode, car celle-ci constitue selon nous un accord connexe à l'Offre, à laquelle sa réalisation est liée. Nous avons donc estimé qu'elle ne pouvait pas être considérée comme une transaction récente sur le capital servant de référence pour la valorisation de SFL, et qu'elle ne pouvait pas faire l'objet d'un traitement en dehors de l'Offre.

8.2.6 Transactions comparables

Les Banques Présentatrices excluent le critère des transactions comparables, que nous retenons à titre informatif pour la valorisation de SFL.

⁹² i.e. 73% x 7,5 actions Colonial + 27% x 73,0€ correspondant à notre hypothèse de 19,7€ + 5,5 actions Colonial par titre SFL

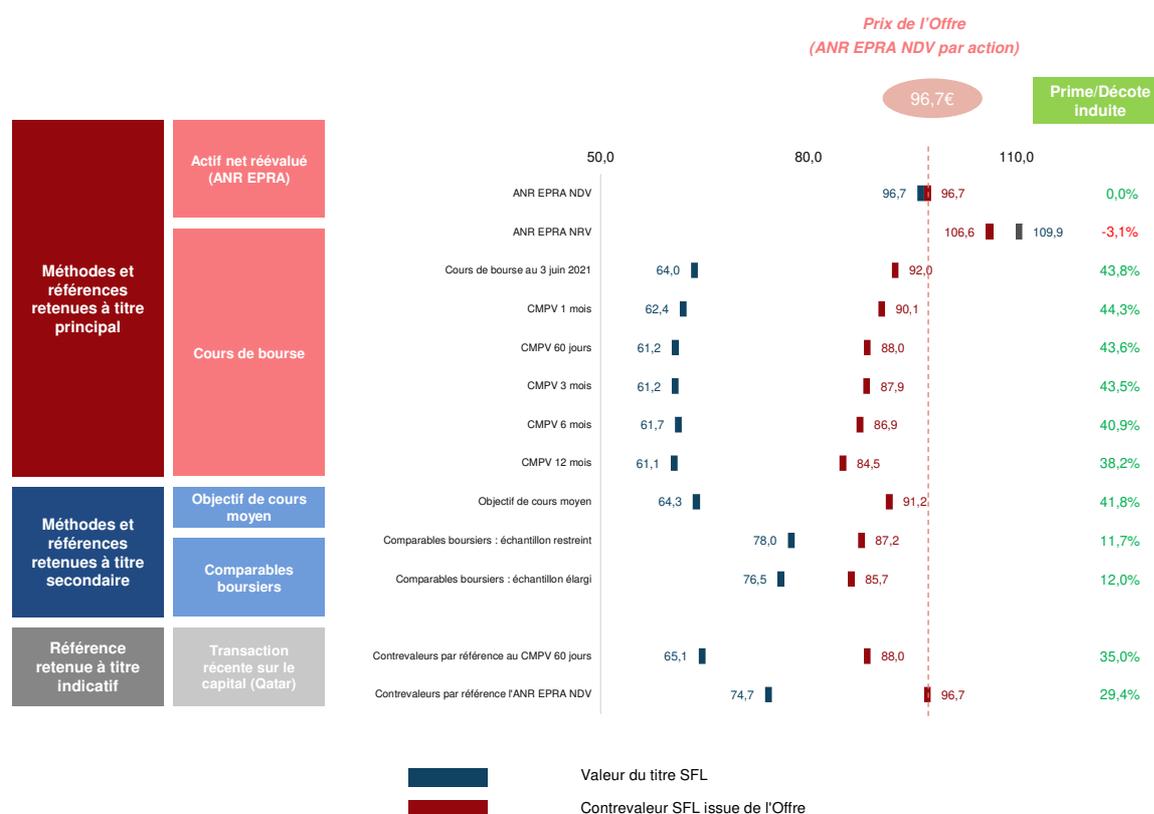
9. Synthèse et Conclusion

9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

Afin d'apprécier les conditions proposées dans le cadre de l'Offre Mixte nous avons procédé à une évaluation multicritère des titres des sociétés concernées par l'échange.

Pour l'actionnaire de SFL, la valeur de son action (ci-dessous en bleu) et la valeur de l'action SFL induite par les termes de l'Offre (ci-dessous en rouge) se présentent, selon chaque critère examiné, comme suit :

Figure 74 – Synthèse graphique des résultats et contrevaleurs de SFL issus des termes de l'Offre



La méthode retenue pour fixer les termes de l'Offre repose sur le critère de l'actif net réévalué ANR EPRA NDV, méthode de valorisation usuelle dans le cas d'une société foncière qui repose sur la réévaluation des portefeuilles d'actifs immobiliers déterminée par des experts immobiliers indépendants et renommés mandatés, d'une part, par SFL et, d'autre part, par COLONIAL pour l'établissement de leurs comptes consolidés annuels respectifs clos au 31 décembre 2020.

Nous avons apprécié la valeur issue de ces expertises immobilières en ayant recours à des experts immobiliers mandatés par nos soins afin de nous assister dans la revue du patrimoine parisien et espagnol de COLONIAL. Ils concluent sur la cohérence des valeurs à la date des expertises et la pertinence des paramètres de valorisation retenus au regard des données de marché et des caractéristiques propres à chaque actif examiné.

Pour les autres critères, il convient de relever que selon les termes de l'Offre, l'actionnaire minoritaire se verra proposer une composante en numéraire qui représente 48% de la valeur de l'action SFL selon l'ANR EPRA NDV et 73% de son dernier cours de bourse (avant annonce) ce qui lui permet de constater une quote-part de la plus-value existante entre la valeur selon l'ANR EPRA NDV et le cours de bourse.

Les conditions proposées dans le cadre de l'Offre extériorisent des primes comprises entre 11,7% à 44,3% selon le critère examiné.

9.2 Conclusion

Notre mission d'Expert Indépendant, désigné par le Conseil d'administration de SFL sur les fondements de l'article 261-1 alinéas 1, 2 et 4 du Règlement Général de l'AMF, intervient dans le cadre d'une Offre Mixte sur les titres SFL initiée par son actionnaire de contrôle COLONIAL, et destinée à en rationaliser l'actionnariat.

Cette Offre Mixte permettra aux actionnaires qui le souhaitent d'apporter à COLONIAL leurs actions SFL en contrepartie d'une rémunération unitaire (coupon détaché) de 46,66 euros en numéraire et de 5 actions COLONIAL nouvelles à émettre (dividende détaché).

Les modalités financières de cette Offre ont été déterminées sur la base du critère de l'ANR EPRA NDV des deux sociétés, lequel constitue la référence privilégiée de valorisation des sociétés foncières. La valeur de la participation de l'actionnaire de SFL ressort, selon ce critère, inchangée.

Par ailleurs, l'actionnaire SFL qui apportera ses titres à l'Offre recevra des titres COLONIAL (i) substantiellement plus liquides (ii) qui lui permettront de rester exposé au même segment d'activité (i.e. foncière de bureaux *prime*) et en particulier au patrimoine de SFL, celui-ci représentant 60% du patrimoine de COLONIAL, (iii) et dont le cours de bourse présente une décote sur ANR moindre.

Dans ce contexte, l'Offre Mixte extériorise pour l'actionnaire de SFL une prime de 43,8% sur la base du cours de bourse des sociétés SFL et COLONIAL au 3 juin 2021 et de 43,6% sur la base des cours moyens pondérés par les volumes 60 jours calculés à cette même date.

Enfin, les conditions proposées pour l'Offre Mixte permettent une relation en termes de résultat net par action en supposant, pour effectuer ce calcul, le réinvestissement en actions COLONIAL du montant perçu en numéraire et la réalisation des résultats nets ressortant des prévisions.

Par ailleurs, l'Offre est ouverte à l'ensemble des actionnaires minoritaires de SFL, à l'exception de PREDICA qui détient 12,88% du capital et qui a pris l'engagement de ne pas apporter ses 5 992 903 actions SFL à l'Offre, lesquels seront cédés pour partie à SFL et apportés à COLONIAL pour le solde dans le cadre d'opérations conclues entre ces différentes sociétés, tels que décrits ci-avant et ayant fait l'objet d'un rapport spécifique par nos soins

Ces opérations prennent la forme (i) d'un échange d'actifs entre SFL et PREDICA concernant des *joint-ventures* existantes et à créer et d'un rachat par SFL de ses propres titres (l'*Asset Swap*) et (ii) d'un apport de titres SFL à COLONIAL (l'Apport) et constituent des accords connexes à l'Offre et juridiquement liées à celles-ci.

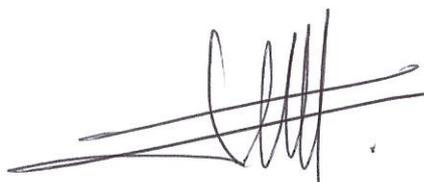
- Pour chacune d'elle, les conditions offertes à PREDICA ont été déterminées sur la base du critère de l'ANR EPRA NDV, retenu également dans le cadre de l'Offre Mixte, ce qui permet d'assurer le principe de l'égalité de traitement des actionnaires ;
- L'*Asset Swap* constitue une convention réglementée pour laquelle nous avons été désignés, sur une base volontaire, en tant qu'Expert Indépendant par le conseil d'administration de SFL. Il s'accompagne d'un pacte d'actionnaires pour chaque nouvelle *joint-venture* et d'un accord de liquidité couvrant l'ensemble de ces partenariats ;
- Nous avons conclu sur leur caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de SFL dans un rapport remis aux administrateurs indépendants de SFL le 3 juin 2021. La partie Synthèse et Conclusion dudit rapport est reprise en Annexe 3 du présent rapport.

Nous avons également conclu que les termes du mécanisme de liquidité proposé aux bénéficiaires d'actions gratuites n'étaient pas de nature à introduire une différence de traitement entre différentes catégories d'actionnaires.

A l'issue de nos travaux et sur la base des constats rappelés ci-dessus, les conditions proposées dans le cadre de l'Offre Mixte telle qu'initée par COLONIAL sur les actions SFL sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de SFL.

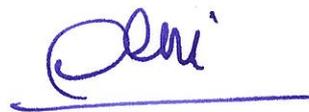
Fait à Paris, le 8 juillet 2021

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Christophe LAMBERT

Associé



Olivier PERONNET

Associé

Annexe 1 : Présentation de FINEXSI, et déroulement de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel dispose d'un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet FINEXSI est indépendant, et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
mars-20	April	Andromeda Investissements	Deutsche Bank, Lazard, Natixis	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juil.-20	Antalis	KPP	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
juil.-20	SoLocal Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Rothschild & Co
juil.-20	Technicolor	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
sept.-20	Devoteam	Castillon SAS	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat (par les Fondateurs)	-
oct.-20	Sodifrance	Sopra Steria	Bryan Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-20	Bourbon	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Lazard
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à certains créanciers et augmentation de capital sans suppression du DPS	Rothschild & Co
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-21	Bourelle Group	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait	-
juin-21	Suez	Veolia	HSBC, Crédit Agricole CIB, Morgan Stanley, Bank of America	Offre Publique d'Achat	Goldman Sachs Rothschild & Co

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice

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

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 420K€, hors taxes, frais et débours.

Ce montant tient compte des travaux réalisés dans le cadre de notre désignation volontaire par le conseil d'administration de SFL en tant qu'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable de la convention réglementée entre SFL et PREDICA qui constitue un accord connexe à l'Offre.

Les temps effectivement consacrés à cette mission (y compris l'appréciation du caractère équitable de la convention réglementée entre SFL et PREDICA qui constitue un accord connexe à l'Offre) sont de l'ordre de 1 650 heures.

Description des diligences effectuées

Nous présentons ci-après les diligences effectuées dans le cadre de notre mission en qualité d'Expert Indépendant de l'Offre Mixte COLONIAL et de la Transaction PREDICA, ces deux opérations étant juridiquement liées.

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1** - Prise de connaissance détaillée de l'opération et acceptation de la mission.
- 2** - Identification des risques et orientation de la mission.
- 3** - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission : notamment, prise de connaissance de la documentation comptable et financière publique des sociétés, des études sectorielles, des données financières publiques sur les comparables de la Société et des notes d'analystes récentes sur les deux sociétés.
- 4** - Appréciation du contexte spécifique de l'Opération : échanges avec la Direction de SFL et ses conseils financier et juridique NATIXIS PARTNERS et BREDIN PRAT
- 5** - Obtention et revue des évaluations immobilières réalisées par les experts CUSHMAN & WAKEFIELD et CBRE dans le cadre des comptes consolidés de SFL clos au 31 décembre 2020, pour laquelle nous nous sommes fait assister par un expert immobilier mandaté par nos soins (CATELLA VALUATION).

6 - Obtention et revue des évaluations immobilières réalisées par les experts CBRE et JLL dans le cadre des comptes consolidés de COLONIAL clos au 31 décembre 2020, relatifs aux actifs espagnols pour laquelle nous nous sommes fait assister par un expert immobilier mandaté par nos soins (CATELLA PROPERTY SPAIN).

7 – Revue et examen des rapports réalisés par CATELLA VALUATION et CATELLA PROPERTY SPAIN pour nous assister dans la revue et l'appréciation de la valeur des principaux actifs constituant le patrimoine des sociétés concernées.

8 - Examen des Accords Connexes PREDICA portant sur l'*Asset Swap* et l'*Apport*. A ce titre, nous nous sommes appuyés sur les travaux réalisés dans le cadre de notre mission d'Expert Indépendant concernant la convention réglementée entre SFL et PREDICA et avons mis en œuvre les travaux suivants :

- Revue du patrimoine immobilier et des états financiers de SFL aux 31 décembre 2018, 2019 et 2020 ;
- Analyse qualitative et quantitative de l'échange d'actifs pour lesquels nous avons été assistés par l'Expert Immobilier CATELLA VALUATION qui nous a transmis ses conclusions dans un rapport en date du 30 avril 2021 ;
- Analyses de sensibilités sur les principaux paramètres (taux, vacance, loyers) ;
- Revue et analyse du plan d'affaires 2021-2025 approuvé par le Conseil d'administration du 13 novembre 2020 ;
- Mise en œuvre d'une évaluation multicritères de SFL :
 - Analyse du cours de bourse de SFL ;
 - Référence à la méthode de l'actif net réévalué
 - Objectifs de cours des analystes
 - Comparables boursiers
 - Transactions comparables
 - Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs
- Analyse de la documentation juridique afférente (notamment celle relative aux Accords Connexes) ;
- Incidence de l'*Asset swap* pour les actionnaires de SFL en termes de dilution relation sur leur patrimoine et le résultat net
- Simulation de l'incidence de l'*Asset Swap* et de l'*Apport* sur la participation des actionnaires sur la base des cours de bourse

- Revue et examen des travaux réalisés par la Banque Conseil ;
- Emission d'un rapport sous forme d'attestation d'équité en date du 3 juin 2021.

9 - Revue du rapport du commissaire aux apports espagnol (GRANT THORNTON) désigné par COLONIAL chargé notamment d'analyser la parité de réalisation de l'Apport des titres résiduels SFL détenus par PREDICA à COLONIAL.

10 – Mise en œuvre d'une évaluation multicritères de COLONIAL

- Analyse du cours de bourse ;
- Référence à la méthode de l'actif net réévalué ;
- Objectifs de cours des analystes ;
- Comparables boursiers ;

11 - Revue des plans d'affaires communiqués par le Management de chacune des sociétés.

12 - Analyse de l'incidence de l'Offre sur la situation de l'actionnaire minoritaire de SFL.

13 - Revue du projet de note d'information et du projet de note en réponse.

14 - Rédaction du rapport.

15 - Revue indépendante.

16. Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et de l'initiateur.

Calendrier de l'étude

6 avril 2021	Réunion de lancement avec la direction de SFL et ses conseils financier et juridique
8 avril 2021	Désignation de FINEXSI par le Conseil d'administration de SFL à la suite de la recommandation du Comité ad hoc
8 avril 2021	Réunion de travail avec la Banque Conseil de SFL
Semaines des 12 et 19 avril 2021	Revue des rapports d'expertise des immeubles de SFL au 31 décembre 2020, assistés par l'expert immobilier mandaté par nos soins Prise de connaissance du patrimoine immobilier de COLONIAL Analyse de l'incidence des opérations envisagées sur la situation des actionnaires de SFL, laquelle a fait l'objet de réunions de suivi avec le Comité ad hoc, la Banque Conseil de SFL et les conseils du comité ad hoc et de la Société (12, 14, 19 et 21 avril 2021)
28 avril 2021	Réunion téléphonique avec la direction de SFL portant sur la revue des actifs objets de l'Asset Swap avec PREDICA
28 avril 2021	En complément des points d'étape récurrents téléphoniques, réunion avec le Comité ad hoc sur l'avancement de nos travaux
30 avril 2021	Emission du rapport de l'expert immobilier mandaté par nos soins sur les actifs objets de l'Asset Swap avec PREDICA
Mai 2021	Mise en œuvre de l'évaluation multicritère de SFL Revue de la documentation juridique en format projet concernant la transaction PREDICA Revue du patrimoine immobilier de COLONIAL en Espagne sur la base des rapports d'expertise, assistés de l'expert immobilier espagnol que nous avons mandaté Echanges avec le comité ad hoc et les conseils financiers et juridiques sur les conséquences des opérations pour le minoritaire de SFL (3, 6 et 20 mai 2021) Rédaction de notre attestation d'équité sur la Transaction PREDICA
1 ^{er} juin 2021	Obtention d'un projet préliminaire de projet de note d'information de l'Offre Mixte
2 juin 2021	Réunion préparatoire avec le Comité ad hoc et les conseils de SFL
3 juin 2021	Obtention des lettres d'affirmation de SFL et de COLONIAL Présentation de notre attestation d'équité au Comité ad hoc puis au Conseil d'administration de SFL Remise de notre rapport sur la Transaction PREDICA
4 juin 2021	Obtention de la documentation publique relative à l'annonce de l'Offre Mixte
Semaine des 7 et 14 juin 2021	Mise en œuvre de l'évaluation multicritère de SFL et de COLONIAL
16 juin 2021	Obtention du projet de note d'information déposé à l'AMF

22 juin 2021	Réunion avec le Management de COLONIAL et revue du plan d'affaires de COLONIAL
28 juin 2021	Réunion de travail avec les Banques Présentatrices MORGAN STANLEY pour échanger sur leur rapport d'évaluation
29 juin 2021	Revue qualité
1 ^{er} juillet 2021	Remise du projet de rapport au Comité ad hoc
5 juillet 2021	Réunion téléphonique avec les membres du Comité ad hoc et ses conseils sur notre projet de rapport
7 juillet 2021	Transmission par les conseils de l'Initiateur du projet de note d'information mis à jour
8 juillet 2021	Obtention des lettres d'affirmation
8 juillet 2021	Emission de notre attestation d'équité Présentation de notre rapport au Comité ad hoc et au Conseil d'administration

Liste des principales personnes rencontrées ou contactées

SFL

- Membres du comité ad hoc
 - Madame Arielle MALARD de ROTHSCHILD
 - Madame Alexandra ROCCA
 - Monsieur Anthony WYAND
- Monsieur Nicolas REYNAUD : Directeur Général
- Monsieur Dimitri BOULTE : Directeur Général Délégué
- Madame Emilie GERMANE : Secrétaire Générale
- Madame Fabienne BOILEAU : Directeur Financier
- Madame Aude GRANT : Directeur général adjoint Asset management et Investissements
- Monsieur Pierre-Yves BONNAUD : Directeur de l'asset management et de la gestion clients

COLONIAL

- Monsieur Pere VINOLAS SERRA : Chief Executive Officer
- Madame Garmina GANYET CICERA : Corporate Managing Director
- Monsieur Carlos KROHMER : Chief Corporate Development Officer
- Monsieur Andres SERRANO GUDIN : Corporate Development Manager

MORGAN STANLEY, Etablissement présentateur :

- Monsieur Thomas CONTENAY : Executive Director Investment Banking
- Monsieur Gautier DESCAMPEAUX : Investment Banking Associate

NATIXIS PARTNERS, Banque conseil de SFL

- Monsieur Bertrand GEYER : Managing Director
- Madame Joelle HARFOUCHE : Directeur Associé
- Monsieur Etienne GUBERT : M&A Vice-President
- Monsieur Hippolyte OUTTERS : M&A Analyst

DARROIS VILLEY, conseil de COLONIAL

- Maître Christophe VINSONNEAU
- Maître Cécile DE NARP
- Maître Clémence GENDRE

BREDIN PRAT, conseil du Comité ad hoc

- Maître Benjamin KANOVITCH
- Maître Karine ANGEL

GIDE, conseil de SFL

- Maître Christian NOUEL
- Maître Olivier DIAZ
- Maître Didier MARTIN
- Maître Anaïs ROUDEL

Experts immobiliers que nous avons mandatés :

- Monsieur Jean-François DROUETS : CATELLA VALUATION
- Madame Ana FLORES : CATELLA PROPERTY SPAIN
- Monsieur Jose-Maria GONZALEZ : CATELLA PROPERTY SPAIN

Sources d'information utilisées

Informations communiquées par la société SFL et ses conseils

- Rapports d'expertise à fin décembre 2020 (CUSHMAN & WAKEFIELD, CBRE) ;
- Plan d'affaires 2021-2025 ;
- Documentation financière relative à l'Opération, dont simulation de l'incidence pour ses actionnaires ;
- Documents de gestion sur les actifs immobiliers objets de l'Asset Swap ;
- Documents juridiques relatifs à la Transaction PREDICA (*Asset Swap*, Accord de liquidité, pacte d'actionnaires) ;
- Etudes sectorielles sur l'immobilier de bureau en France et en Île-de-France ;
- Rapport de la Banque Conseil au Comité ad hoc et Présentation au Conseil d'administration de SFL.

Informations communiquées par la société COLONIAL et ses conseils

- Rapports d'expertise à fin décembre 2020 sur les actifs espagnols (JLL, CBRE) ;
- Plan d'affaires 2021-2025 ;
- Documents juridiques relatifs à l'Offre Mixte (projets de note d'information, projet de contrat de liquidité des actions gratuites) ;
- Documents juridiques relatifs au contrat d'Apport (incluant le projet des rapports de l'expert indépendant mandaté par COLONIAL conformément à la législation espagnole).

Informations de marché

- Communication financière de SFL et de Colonial sur les exercices 2017 à 2021 (Documents de Référence, Documents d'Enregistrement Universel, Rapports semestriels, Résultats trimestriels, Présentations) ;
- Communication de SFL et COLONIAL relative à l'Opération (communiqués de presse, présentations investisseurs, etc.) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, Notes d'information AMF, etc. ;
- Autres : XERFI

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé, 35 années d'expérience) et Christophe LAMBERT (Associé, 25 années d'expérience), ont notamment été assistés de Monsieur Jean-Marc BRICHET (Associé, 33 années d'expérience), Monsieur Julien BIANCIOTTO (Evalueur Modélisateur, 15 années d'expérience), Monsieur Raphael UZAN (Superviseur), Madame Sophie SIROTA (Analyste) et Monsieur Ernst POKOSSY (Analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Errick UZZAN, associé du cabinet, spécialiste en évaluation financière, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des associés signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les associés signataires.

Annexe 2 : Lettre de mission établie par SFL à l'attention de l'Expert Indépendant



FINEXSI

**A l'attention de Messieurs
Olivier PERONNET et Christophe LAMBERT
14, rue de Bassano
75116 PARIS**

Paris, le 3 juin 2021

Chers Messieurs,

SOCIETE FONCIERE LYONNAISE (SFL) est une foncière dédiée au segment tertiaire prime, dont le patrimoine est constitué de 18 immeubles principalement implantés dans le Quartier Central des Affaires (QCA) de Paris.

Au 31 décembre 2020, la valeur de son patrimoine s'établissait à 7,46 Mds €.

Les actions de la société sont cotées en bourse sur Euronext Paris.

Au 31 décembre 2020, IMMOBILARIA COLONIAL (« COLONIAL ») et PREVOYANCE DIALOGUE DU CREDIT AGRICOLE (« PREDICA ») sont ses deux premiers actionnaires avec respectivement 81,71% et 12,88% de détention du capital.

Il est envisagé deux opérations destinées à rationaliser l'actionnariat de la société SFL :

1. La première consiste en des échanges d'actifs détenus par PREDICA dans le cadre de partenariats avec SFL et de titres SFL qu'elle détient contre d'autres actifs de SFL qui seront détenus dans le cadre de partenariats à conclure, étant précisé que ces échanges interviendront de manière concomitante à l'apport par Predica à Colonial du solde de ses titres SFL.

Le Conseil d'administration du 8 avril 2021 vous a désignés sur une base volontaire en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable de cette transaction, conformément aux recommandations AMF 2017-04 et 2012-05.

Vos travaux ont été conduits sous la supervision d'un comité *ad hoc* et vous avez établi dans ce cadre un rapport prenant la forme d'une attestation d'équité en date du 3 juin 2021.

Le Comité ad hoc a quant à lui émis un avis positif sur les opérations d'échange d'actifs et recommandé leur approbation par le Conseil d'administration de SFL qui s'est tenu le 3 juin 2021.

2. La seconde consiste en le lancement par Colonial d'une offre publique mixte simplifiée (« l'Offre Mixte ») sur l'intégralité des titres de la société SFL (hors détention par Colonial, l'initiateur et par Predica, celui-ci n'étant pas engagé par l'Offre Mixte). Cette offre publique a été annoncé par Colonial et SFL dans des communiqués de presse respectifs en date du 3 juin 2021 :
 - o Le prix des titres SFL offert par Colonial aux actionnaires comprend une composante numéraire et une composante en échange de titres Colonial ;
 - o L'Offre Mixte n'est pas appelée à être suivie par un retrait obligatoire.

Vous avez également été désignés par le Conseil d'administration du 8 avril 2021 en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier, sous la supervision du comité ad hoc, le caractère équitable de cette Offre Publique.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par le comité *ad hoc*.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres SFL qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Il devra permettre au Conseil d'administration de SFL d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 I (1°, 2° et 4°) du Règlement général de l'AMF :

261 – 1 I. « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1. *Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre*

(SFL est contrôlée par l'initiateur avant le lancement de l'Offre) ;

2. *Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance*

(il est envisagé de conclure des contrats de liquidité sur les actions de performance dont les dirigeants pourraient être bénéficiaires) ;

4. *Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée [...] ».*

(Plusieurs accords connexes sont prévus)

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant concernant l'Offre Mixte, étant rappelé que votre mission a commencé début avril 2021 dans le cadre de l'opération d'échange d'actifs entre SFL et son actionnaire Prédica qui constitue une convention réglementée.

16 juin 2021 :	Dépôt par l'initiateur de la note d'information
1 ^{ère} semaine de juillet 2021 :	Date prévue de remise de votre rapport
1 ^{ère} semaine de juillet 2021 :	Conseil d'administration de SFL émettant son avis motivé sur le projet d'Offre
8 juillet 2021 :	Dépôt du projet de note en réponse
20 juillet 2021 :	Collège de l'AMF

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Nous comprenons que les conseils de l'initiateur vous ont transmis un projet de note d'information le 1^{er} juin 2021.

De plus, en cas d'offre de fermeture, un délai minimum de 15 jours de bourse doit être respecté entre le dépôt du projet de note d'information par l'initiateur et le dépôt du projet de note en réponse intégrant le rapport de l'expert indépendant.

Le calendrier prévu est conforme à ces délais.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le comité *ad hoc* ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de SFL (analyse du cours de bourse, Actif Net Réévalué, comparables boursiers, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société transactions comparables, ...) ;
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre ;
- L'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement général précité ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.



Nicolas REYNAUD

Directeur Général

Annexe 3 : Synthèse et Conclusion de notre rapport du 3 juin 2021 portant sur la convention réglementée avec PREDICA

Propos liminaire

Notre mission en tant qu'Expert Indépendant désigné sur une base volontaire par le Conseil d'administration de la société SFL (la « Société ») du 8 avril 2021 au titre de la Transaction PREDICA qui constitue une convention réglementée⁹³ a pour objet d'examiner que (i) la transaction est dans l'intérêt de la société SFL et (ii) les conditions proposées ne sont pas de nature à remettre en cause le principe d'égalité entre les actionnaires.

La Transaction PREDICA comportant pour une de ses composantes le rachat par la société SFL de ses propres actions (le « Rachat ») dans le cadre de l'utilisation du programme de rachat d'actions, il nous appartient également d'examiner les conditions prévues et le prix proposé dans le cadre de ce Rachat.

La Transaction PREDICA porte sur un échange d'actifs comprenant la cession par PREDICA au profit de SFL des actifs immobiliers détenus au sein de partenariats existants⁹⁴ et d'une partie de ses actions SFL contre de nouveaux actifs immobiliers de SFL qui seront détenus dans le cadre de partenariats à conclure⁹⁵. Elle s'inscrit dans le contexte plus global de l'Opération COLONIAL qui comprend également une Offre Mixte initiée par COLONIAL⁹⁶ proposée aux autres actionnaires de SFL. Celle-ci sera annoncée à l'issue du conseil d'administration de SFL chargé de se prononcer sur la Transaction PREDICA.

Nous avons réalisé notre mission sous la supervision du *Comité ad hoc* constitué dans le cadre de l'Opération COLONIAL et composé des membres indépendants du conseil d'administration de SFL.

L'intérêt de la Transaction PREDICA pour la société SFL

Selon la Société et ses conseils, cette opération présente des intérêts stratégiques et financiers pour SFL, car elle permet :

- De consolider le Partenariat historique⁹⁷ existant entre SFL et PREDICA, un acteur institutionnel français incontournable de l'immobilier ;
- D'obtenir de la liquidité sur les actifs stratégiques qui n'ont pas vocation à être vendus et d'en conserver le contrôle ;
- De ne pas modifier le management et la stratégie de la Société ;
- D'offrir aux actionnaires une distribution de dividende liée aux plus-values réalisées ;
- De pouvoir faire bénéficier du régime SIIC la société PARHOLDING.

Nous avons examiné les intérêts de la Transaction PREDICA pour SFL et formulons les commentaires suivants. Elle permet effectivement :

⁹³ PREDICA détient 12,88% de la société SFL et dispose de deux membres au Conseil d'administration

⁹⁴ SAS PARHOLDING (50%) et SCI Washington (35%)

⁹⁵ SAS Cloud (49%), SAS 92 Champs-Elysees (49%), SCI Paul Cézanne (49%), SCI 103 Grenelle (49%)

⁹⁶ COLONIAL détient 81,71% de SFL et souhaite renforcer sa participation au capital de cette société

⁹⁷ PREDICA est actionnaire de SFL depuis 2004.

- De consolider le partenariat de long terme avec PREDICA en le renouvelant sur un périmètre d'actifs élargi⁹⁸.
- De maintenir inchangé le management et les orientations stratégiques de SFL qui conservera le contrôle opérationnel des actifs stratégiques concernés et assurera la continuité de la gestion du portefeuille d'actifs
- De cristalliser une plus-value alors que le marché de l'immobilier de bureau présente un avenir relativement incertain compte tenu des conséquences liées à la crise sanitaire. Cette plus-value bénéficiera aux actionnaires de SFL puisque 70% de son montant fera l'objet d'une distribution en application du régime des SIIC (en 2022 et 2023).

Concernant l'adoption du régime SIIC par la société PARHOLDING qui sera devenue éligible, nous comprenons qu'il s'agit d'une éventualité qui dépendra des arbitrages et notamment du coût à supporter au titre de *l'exit tax*.

Dès lors, la Transaction PREDICA est, selon nous, conforme à l'intérêt social de SFL puisqu'elle ne modifie pas sa stratégie concernant la gestion de son portefeuille d'actifs, tout en n'impactant pas sa Direction et ses salariés et préservant ses capacités d'investissement sur de nouveaux projets.

Sur le périmètre de la Transaction PREDICA

Sur notre appréciation de la qualité et de la valeur des actifs immobiliers échangés

La Transaction PREDICA porte sur un échange de portefeuilles d'actifs immobiliers conformément au souhait de PREDICA de faire évoluer son exposition économique dans les partenariats avec SFL.

Nous avons pris connaissance de la valorisation des actifs concernés telle qu'établie par les deux experts immobiliers externes (CBRE et CUSHMAN & WAKEFIELD) mandatés par SFL dans le cadre de l'établissement de ses comptes consolidés au 31 décembre 2020.

Nous avons pris connaissance des plans d'affaires par actif établis par SFL et procédé à une revue avec le management de SFL des principales hypothèses structurantes pour chacun des actifs concernés par la Transaction.

Nous avons apprécié la qualité de ces actifs et les paramètres d'évaluation retenus avec l'assistance d'un expert immobilier mandaté par nos soins (le Président de Catela Valuation). Celui-ci a procédé à une analyse de la pertinence des paramètres et de la cohérence des évaluations en comparant les résultats obtenus pour les différents actifs. Il conclut que les paramètres et les indicateurs retenus par les experts immobiliers de SFL « *sont en ligne avec le marché constaté au 31 décembre 2020* ». Concernant la composition des deux portefeuilles (Actifs Cédés⁹⁹ et Actifs Acquis¹⁰⁰), il indique que « *les seules différences que l'on peut noter entre les deux portefeuilles concernent leur composition, mais sans qu'il soit réellement possible de définir si les différences observées avantagent un portefeuille dans un marché incertain* ».

⁹⁸ La valeur ANR EPRA NDV des actifs immobiliers détenus post transaction par PREDICA, et après distribution de dividendes, s'élèvera à 1 016 M€ contre 551 M€ pour les partenariats existants.

⁹⁹ Les Actifs Cédés par SFL concernent la participation de 49% dans les sociétés détenant les actifs suivants #Cloud (SAS Cloud), le 92 avenue des Champs Elysées (CE NewCo), le 103 rue de Grenelle (SCI 103 Grenelle) le 1-6 rue Paul Cézanne (SCI Paul Cézanne)

¹⁰⁰ Les Actifs Acquis par SFL sont la participation de 50% dans Parholding (90 avenue des Champs Elysées et la galerie commerciale attenante ainsi que le 106 boulevard Haussmann) et 35% dans SCI Washington (Washington Plaza)

Nous n'avons pas d'autres commentaires à formuler sur la qualité des actifs concernés par la Transaction PREDICA et sur la valeur retenue qui correspond à celle constatée dans les comptes consolidés de SFL au 31 décembre 2020 qui ont été certifiés sans réserve par ses commissaires aux comptes (PRICEWATERHOUSE COOPERS et DELOITTE & ASSOCIES)

Sur notre revue de la documentation juridique encadrant la Transaction

La Transaction fait l'objet du Contrat d'échange et de cession d'actions entre SFL et PREDICA. Il y est fait mention parmi les conditions suspensives à sa réalisation de l'obtention d'une décision de conformité de l'AMF purgée de tout éventuel recours sur l'Offre Mixte ce qui démontre d'un point de vue juridique que la Transaction ne peut être réalisée que si l'Offre Mixte va à son terme.

La Transaction fait également l'objet de conditions suspensives usuelles en matière de droit de préemption urbain applicable à certains des actifs concernés ainsi que de la validation par l'Autorité de Concurrence.

Les Pactes d'associés concernant les nouveaux partenariats entre SFL et PREDICA confèrent le contrôle opérationnel de SFL sur les actifs détenus. Nous comprenons que des discussions ont eu lieu avec les Commissaires aux comptes de SFL pour confirmer le maintien de ce contrôle conformément aux principes comptables IFRS. La direction de SFL nous a confirmé par une lettre d'affirmation que la société conserverait le contrôle des actifs concernés par la Transaction PREDICA.

Le contrat de liquidité offre à PREDICA la faculté de demander au bout de 5 ans une liquidité pour un montant maximum de 30% de la valeur ANR EPRA NDV des titres qu'elle détiendra lors de cette demande, diminué de certains montants déjà perçus par PREDICA. Les modalités de mise en œuvre de cette liquidité (choix de désinvestissement, endettement...) pour répondre à la demande de PREDICA seront à la main de SFL.

A la date de rédaction de notre rapport, nous n'avons obtenu que des versions projets de ces documents qui sont en cours de finalisation entre les parties, lesquels projets sont annexés au présent rapport.

Nos travaux de revue de la documentation juridique n'appellent pas d'autres commentaires.

Les conditions financières de la Transaction PREDICA

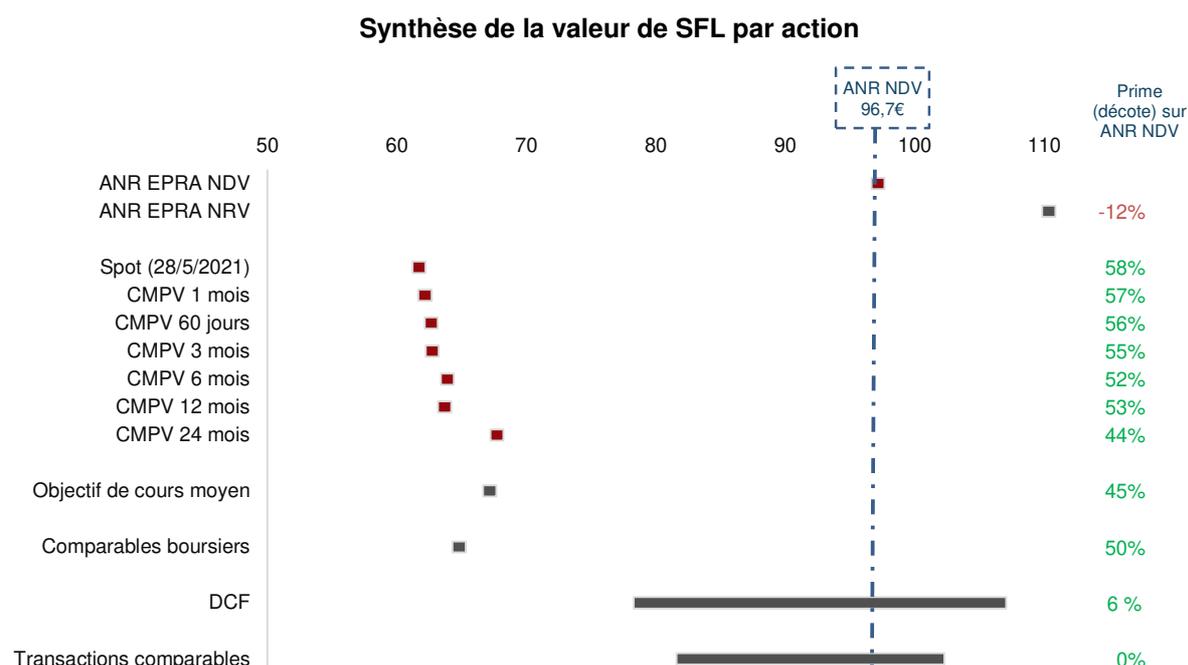
Les conditions financières de la Transaction s'apprécient dans le contexte plus global de l'Opération COLONIAL qui comprend l'Offre Mixte qui sera proposée aux actionnaires minoritaires.

La référence retenue pour déterminer les modalités de la Transaction est la valeur selon l'ANR EPRA NDV (dividende détaché) qui est également l'indicateur qui sera retenu dans le cadre de l'Offre Mixte. Cette approche de valorisation pour toutes les catégories d'actionnaires de SFL est pour nous structurante dans l'appréciation de l'équité et du respect du principe de l'égalité entre ceux-ci.

L'ANR EPRA NDV est le critère que nous estimons le plus pertinent pour apprécier la juste valeur des actifs immobiliers concernés.

L'évaluation de la société SFL (composante de la Transaction PREDICA)

Concernant la valeur des actions SFL détenues par PREDICA qui seront rachetées par SFL nous avons procédé à une évaluation multicritère de la société SFL sur la base des méthodes intrinsèques (ANR EPRA NDV, cours de bourse et objectifs de cours, DCF) et analogiques (sociétés comparables et transactions comparables). Nous présentons ci-dessous les résultats obtenus, étant observé que dans le cadre de sociétés foncières la référence à l'ANR EPRA NDV constitue la méthode de référence. Les transactions comparables étudient extérieurement des multiples moyen et médian de 1,0 fois l'ANR EPRA NDV.



Nous constatons que le cours de bourse de SFL se trouve en décote sensible par rapport à l'ANR EPRA NDV. Ce dernier critère doit donc, selon nous, être considéré comme le plus pertinent pour déterminer les bases d'échange.

La comparaison de la situation de PREDICA dans le cadre de la Transaction et celle des autres actionnaires dans le cadre de l'Offre Mixte

Au niveau global (branche échange d'actifs et branche titres)

Concernant la Transaction PREDICA

La Transaction conduit à augmenter la part de la participation de PREDICA dans les sociétés détenant directement des actifs immobiliers. Le critère de l'ANR EPRA NDV est approprié pour comparer sur des bases homogènes les actifs objet de l'échange. En contrepartie, la proportion détenue dans le capital de SFL est diminuée passant de 12,88% à environ 5%¹⁰¹.

¹⁰¹ Celle-ci présentant une décote par rapport à l'ANR EPRA NDV, mais appliquée à un nombre réduit d'actions

Il résulte de la Transaction une diminution de la décote sur ANR EPRA NDV sur le patrimoine de PREDICA entre la situation avant la Transaction et la situation post Transaction. Celle-ci passe en effet de -17,7%¹⁰² à -6,6%.

La prime offerte pour l'ensemble de la Transaction PREDICA est de 16%. Elle correspond à l'accroissement de la valeur du patrimoine de PREDICA évalué selon l'ANR EPRA NDV appliqué pour les actifs immobiliers et le cours de bourse appliqué pour les titres SFL détenus.

Nous rappelons qu'à ce stade, ces pourcentages de décotes et de primes ne tiennent pas compte de l'apport des titres SFL restant détenus qui sera effectué au profit de COLONIAL.

Transaction Predica	Décote pré-opération	Décote post-opération	Evolution de la décote	Prime induite
Predica Global	-17,7%	-6,6%	11,1%	16,0%
Predica Branche Titres (swap)	-36,2%	-14,1%	22,1%	34,7%

Sur la base des cours moyens pondérés par les volumes 1 mois au 28 mai 2021

Concernant l'Opération COLONIAL

Après prise en compte de l'apport des titres SFL à COLONIAL, la prime globale extériorisée pour PREDICA s'élève à 21% comme mentionné ci-dessous. Ce tableau compare également la situation observée pour PREDICA à celle de l'actionnaire minoritaire participant à l'Offre Mixte.

Pour l'actionnaire minoritaire, la prime induite correspond à l'écart entre la valeur de sa participation dans SFL avant l'offre évaluée sur la base du cours de bourse et la valeur obtenue à l'issue de l'Offre, tenant compte pour chaque action SFL apportée à l'Offre de la valeur sur la base du cours de bourse des 5 actions COLONIAL reçues et du montant de 46,66 euros par action versé en numéraire.

Opération Colonial	Décote pré-opération	Décote post-opération	Evolution de la décote	Prime induite
Predica Global	-17,7%	-2,5%	15,2%	21,0%
Predica Branche Titres (swap + apport)	-36,2%	-5,6%	30,6%	48,1%
Actionnaire minoritaire apportant (Offre mixte)	-36,2%	-7,4%	28,8%	45,1%

Sur la base des cours moyens pondérés par les volumes 1 mois au 28 mai 2021

Sur la base des cours spot au 2 juin 2021, la prime induite par l'Opération COLONIAL pour l'actionnaire minoritaire s'établit à 45,0%.

¹⁰² Calcul effectué en retenant la moyenne des cours de bourse (pondéré par les volumes) sur une période de 1 mois au 28 mai 2021

L'Offre Mixte proposée aux actionnaires minoritaires consiste sur la base du projet de Note d'information, en un échange de (i) une action SFL contre (ii) cinq actions COLONIAL¹⁰³ et un paiement en numéraire de 46,66 euros. L'offre initiée par COLONIAL qui sera proposée aux actionnaires minoritaires a été sensiblement améliorée par rapport à la structure initiale à la suite des observations formulées par le comité ad hoc des administrateurs indépendants, ses conseils, et l'Expert Indépendant FINEXSI. La prime offerte aux actionnaires minoritaires s'élève à 45,1%.

Le paiement en numéraire représentant 48,3% de la valeur de l'ANR EPRA NDV (dividende détaché) de SFL permet aux actionnaires minoritaires de bénéficier tout comme PREDICA dans le cadre de la Transaction, de l'échange d'un actif présentant une décote par rapport à l'ANR EPRA NDV (l'action SFL) contre un paiement en numéraire sur la base d'une quote part de la valeur de l'ANR EPRA NDV (dividende détaché) sans décote.

L'Offre Mixte confère également aux actionnaires minoritaires également l'opportunité d'échanger des actions SFL peu liquides contre des titres COLONIAL bénéficiant d'une liquidité accrue et d'une moindre décote par rapport à l'ANR EPRA NDV. Le titre COLONIAL extériorise actuellement une décote par rapport à l'ANR EPRA NDV qui est supérieure à celle observée historiquement, ce qui offre une opportunité pour l'actionnaire de SFL qui échangera ses titres contre des titres COLONIAL de bénéficier d'une potentielle amélioration à terme.

Au niveau de la branche Titres

En limitant la comparaison au traitement des titres SFL détenus par PREDICA et des titres SFL détenus par les actionnaires minoritaires, le niveau de prime offerte est légèrement supérieur pour PREDICA (48,1% pour PREDICA et 45,1% pour les actionnaires minoritaires). Ce différentiel s'explique principalement par la proportion plus importante d'échange d'actifs contre les actions SFL concernant PREDICA que la quote part de paiement en numéraire proposée aux actionnaires minoritaires.

Il convient toutefois de préciser que les actifs reçus par PREDICA en échange sont, de fait moins liquides que le paiement en numéraire, offrant une liquidité immédiate, dont bénéficient les actionnaires minoritaires ce qui peut justifier l'écart observé. Le Contrat de liquidité conclu entre PREDICA et SFL n'offre qu'une liquidité partielle à partir de la 5^{ème} année suivant la Transaction.

Ces constats ainsi relevés ne sont donc pas de nature à remettre en cause le principe de l'égalité de traitement des actionnaires, étant rappelé que toutes les opérations examinées forment un tout composant l'opération COLONIAL puisqu'elles sont liées sur un plan juridique.

¹⁰³ Post-distribution du dividende 2020 de 0,22€/titre

Incidence de la Transaction PREDICA sur l'ANR, le résultat par action et le ratio LTV de SFL

ANR EPRA NDV

Afin d'apprécier les conséquences de la Transaction PREDICA pour l'actionnaire de SFL, nous avons examiné l'incidence de la Transaction sur l'ANR EPRA NDV (dividende détaché) par action de SFL.

La Transaction PREDICA se traduit par des coûts supportés par SFL notamment au titre de la fiscalité des droits de mutations concernant les échanges d'actifs entre SFL et PREDICA. Les parties ont convenu de les partager à 50%/50%, soit un montant de 33 millions d'euros supporté par SFL.

Elle se traduit également par une diminution du nombre d'actions en circulation à la suite de l'annulation par SFL prévue dans le Contrat d'échange et de cession d'actions, d'une très large proportion de ses propres actions acquises auprès de PREDICA. Les actions annulées représentent environ 8% du capital de SFL.

Après prise en compte de ces éléments l'ANR EPRA NDV (dividende détaché) par action passe de 96,7 euros à 94,6 euros. Cette baisse d'environ -2% tient compte de la négociation intervenue concernant le traitement de la fiscalité sur la plus-value latente de la société Parholding¹⁰⁴.

Résultat net (part du groupe) par action

Nous avons également analysé l'incidence sur le résultat net part du groupe par action en comparant le résultat net (part du groupe) de SFL tel qu'il ressort du plan d'affaires 2020-2025 approuvé par le Conseil d'administration du 13 novembre 2020 avec celui obtenu à partir de prévisions proforma tenant compte des conséquences de la Transaction. Les retraitements effectués concernent l'évolution du périmètre du groupe et les conséquences de la distribution du dividende au titre des plus-values constatées lors de la cession par SFL d'une quote part des sociétés portant les actifs cédés à PREDICA¹⁰⁵.

En tenant compte de l'annulation des titres SFL représentant 8% du capital, le résultat net part du groupe par action présente un caractère légèrement relatif en 2022^e et 2025^e et légèrement dilutif en 2023^e et 2024^e. Ce constat s'explique par l'évolution de la situation locative de chacun des biens concernés.

¹⁰⁴Ecart de 55 Millions d'euros entre la fiscalité au taux de 27,4% retenu pour l'ANR EPRA NDV et le partage demandé par PREDICA de cet impôt à 50%/50% selon les pratiques usuelles observées pour ce type de transaction portant sur des titres d'une société détenant des actifs immobiliers soumise à l'impôt sur les sociétés

¹⁰⁵ Nous nous sommes fait confirmer que la plus-value d'apport au titre de la constitution de SAS Cloud et 92 Champs-Elysées ne donne pas lieu à l'obligation de distribution de dividendes en application du régime SIIC

Ratio LTV¹⁰⁶

Nous avons également analysé l'incidence de la Transaction sur le ratio LTV de SFL. Au 31 décembre 2020, ce ratio s'élève à 23,5% (source : DEU SFL 31/12/2020). Nous avons ainsi retraité le ratio LTV afin de prendre en compte l'incidence de la distribution de dividendes qu'il conviendra de financer et qui s'élève à 185 millions d'euros¹⁰⁷, ainsi que les frais des transactions.

Le ratio LTV post-transaction présente ainsi une hausse modérée d'environ 3 points à fin 2025. Le niveau projeté d'environ 25% se situe dans la fourchette basse des niveaux d'endettement des autres foncières comparables à SFL.

En définitive, l'incidence de la Transaction PREDICA sur le niveau d'endettement de SFL n'est pas de nature à remettre en cause les équilibres financiers et les capacités d'investissement pour de nouveaux projets.

Le rachat par SFL de ses propres titres dans le cadre du programme de rachat d'actions.

Selon la recommandation de l'AMF « *le prix prévu dans le cadre du rachat devrait sauf situation particulière comporter une décote par rapport au prix de marché* ».

Concernant la Transaction PREDICA le rachat par SFL de ses propres actions s'effectue dans le cadre de son programme de rachat d'actions en application de la 14^{ème} résolution de son assemblée générale mixte tenue le 15 avril 2021.

Celle-ci fixe une limite en nombre de titres concernés qui ne peuvent excéder 10% du capital social et de prix qui ne peut dépasser 100 euros par action. Ces critères sont respectés puisque le nombre de titres SFL rachetés représente environ 8% de son capital social et le prix correspond à l'ANR EPRA NDV (dividende détaché) soit 96,7 euros par action SFL.

Dans le cadre d'une foncière, le prix de marché correspond à l'ANR EPRA NDV comme le montrent les analyses et observations formulées ci-avant.

Le prix retenu ne tient pas compte de la décote mentionnée dans la recommandation de l'AMF dont il est possible de déroger dans des situations particulières. Concernant la Transaction PREDICA les conseils juridiques considèrent qu'il convient de tenir compte :

- d'une part, que « *le versement du prix ne s'effectue pas contre versement en numéraire, mais par la remise d'actifs non liquides ce qui est de nature à relativiser la question de la décote et de son calcul* ».
- d'autre part, que « *la recommandation AMF a pour objectif d'éviter le traitement inégalitaire des actionnaires qui est susceptible de résulter de ce type d'opération* ».

Au cas particulier, il convient de rappeler que le rachat des actions SFL est une composante de la Transaction PREDICA qui elle-même s'inscrit dans l'Opération COLONIAL qui comprend l'Offre Mixte proposée aux actionnaires minoritaires de SFL autres que PREDICA.

¹⁰⁶ Ce ratio est déterminé en rapportant le montant de la dette financière nette à la valeur du patrimoine droit inclus.

¹⁰⁷ Soit 70% de la plus-value constatée au titre de la cession de 49% de SCI 103 Grenelle et SCI Paul Cézanne.

Comme rappelé ci-dessus, l'ensemble des opérations d'échanges est réalisé sur la base de l'ANR EPRA NDV. Dès lors le choix de cette référence nous paraît pertinent concernant le prix des actions SFL rachetées.

Enfin, on relève que ce rachat consenti à PREDICA ne remet pas en cause l'égalité de traitement des actionnaires puisque les autres actionnaires auront la faculté de procéder à l'échange de leurs actions SFL dans le cadre de l'Offre Mixte sur la base des mêmes conditions (ANR EPRA NDV dividende détaché) que celles consenties à PREDICA au titre du rachat de ses actions SFL.

Dès lors ce constat est de nature à conforter le caractère équitable des conditions du rachat par SFL de ses propres titres dans le cadre de la Transaction PREDICA.

Conclusion

A l'issue de nos travaux et sur la base des constats rappelés ci-dessus les conditions proposées dans le cadre de la Transaction PREDICA sont équitables d'un point financier pour les actionnaires de SFL.

La Transaction PREDICA qui est une composante de l'Opération COLONIAL, n'est pas de nature à remettre en cause le principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires. Elle n'est également pas de nature à compromettre les équilibres financiers et la capacité d'investissement de la société SFL.