



# AGNÈS PINIOT

## INMOBILIARIA COLONIAL

Castellana Av. 52  
28046 Madrid  
Espagne

## SOCIÉTÉ FONCIÈRE LYONNAISE

42 rue Washington  
75008 Paris  
France

FUSION-ABSORPTION DE  
SOCIÉTÉ FONCIÈRE LYONNAISE  
PAR INMOBILIARIA COLONIAL

### Rapport du commissaire à la fusion

8, rue Halévy – 75009 PARIS  
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail [apiniot@ledouble.fr](mailto:apiniot@ledouble.fr)  
Expert près la Cour d'Appel de Paris  
Expert-comptable  
inscrit au tableau de l'Ordre de Paris/Ile de France  
Commissaire aux comptes  
membre de la Compagnie Régionale de Paris



À l'attention des actionnaires de la Société Foncière Lyonnaise et d'Inmobiliaria Colonial,

En exécution de la mission qui m'a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Paris en date du 12 novembre 2024 (l'« **Ordonnance** »), concernant le projet de fusion-absorption transfrontalière (la « **Fusion** ») par la société Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A. (la « **Société Absorbante** » ou « **Colonial** »), de sa filiale française la Société Foncière Lyonnaise (la « **Société Absorbée** » ou « **SFL** »), j'ai établi le présent rapport.

Conformément à l'Ordonnance, ma mission en qualité de commissaire à la fusion dans le contexte spécifique de cette opération a consisté :

➤ **au titre de la réglementation française :**

- à vérifier que les méthodes d'évaluation retenues par les parties pour déterminer le rapport d'échange sont adéquates, que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à la Fusion sont pertinentes, et que le rapport d'échange (le « **Rapport d'Échange** ») est équitable<sup>1</sup> ;
- à examiner la ou les méthodes utilisées pour déterminer le montant de l'offre de rachat<sup>2</sup> (le « **Prix de Sortie** ») proposée aux actionnaires de SFL qui voteraient contre la Fusion, expliquer si ces méthodes sont adéquates<sup>3</sup> et apprécier le montant de l'offre de rachat en considérant « *le prix de marché des actions de SFL et Colonial avant l'annonce du projet<sup>4</sup> de fusion ou la valeur de SFL et Colonial sans tenir compte de l'effet de la fusion envisagée* »<sup>5</sup> ;

➤ **au titre de la réglementation espagnole<sup>6</sup> :**

- à vérifier que le Rapport d'Échange et le Prix de Sortie proposés le 18 février 2025 aux actionnaires de SFL (la « **Date de Communication** ») sont appropriés et justifiés<sup>7</sup> ;
- à prendre en considération, pour l'appréciation du Prix de Sortie, « *le prix de marché des actions de SFL et Colonial avant l'annonce du projet de fusion ou la valeur de SFL et Colonial sans tenir compte de l'effet de la fusion envisagée* »<sup>8</sup> ;

<sup>1</sup> Art. L. 236-10 du Code de commerce : « [...] Les commissaires à la fusion vérifient que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont **pertinentes** et que le rapport d'échange est **équitable**. [...] Le ou les rapports des commissaires à la fusion sont mis à la disposition des actionnaires. Ils indiquent :

1° La ou les méthodes suivies pour la détermination du rapport d'échange proposé ;

2° Le caractère **adéquat** de cette ou ces méthodes ainsi que les valeurs auxquelles chacune de ces méthodes conduit, un avis étant donné sur l'importance relative donnée à ces méthodes dans la détermination de la valeur retenue ;

3° Les difficultés particulières d'évaluation s'il en existe ».

<sup>2</sup> Art. L. 236-40 du Code de commerce : « Dans la ou les sociétés absorbées, les associés **ayant voté contre l'approbation du projet de fusion transfrontalière**, les porteurs d'actions sans droit de vote et les associés dont les droits de vote sont temporairement suspendus **bénéficient du droit de céder leurs actions ou leurs parts sociales**, sous réserve que le projet de fusion prévoit qu'ils détiennent, à l'issue de l'opération, des actions ou des parts sociales dans une société régie par le droit d'un autre État membre. La société formule **une offre de rachat de ces parts ou actions**. »

<sup>3</sup> Source : Ordonnance.

<sup>4</sup> Le 6 novembre 2024 (la « **Date d'Annonce** »).

<sup>5</sup> Source : Ordonnance.

<sup>6</sup> Décret-loi Royal Espagnol 5/2023 du 28 juin 2023 le « **Décret Espagnol** »).

<sup>7</sup> Source : Ordonnance et article 6 du Décret Espagnol.

<sup>8</sup> Source : Ordonnance.

- à vérifier que la valeur des actifs nets des passifs apportés par SFL (la « **Valeur des Apports** »), arrêtée dans le projet de traité de fusion, signé par les représentants de la Société Absorbante et de la Société Absorbée le 4 mars 2025 (le « **Traité de Fusion** »), correspond au moins au montant de l'augmentation du capital de la Société Absorbante<sup>9</sup> ;
- à apprécier, le cas échéant, « *les garanties offertes aux créanciers de SFL et de Colonial* »<sup>10</sup>.

Ma mission prenant fin avec le dépôt du présent rapport, il ne m'appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Je vous prie de trouver, ci-après, mes constatations et conclusions présentées selon le plan suivant :

1. Présentation de la Fusion
2. Diligences mises en œuvre par le commissaire à la fusion
3. Appréciation du caractère équitable du Rapport d'Échange
4. Appréciation du caractère approprié et justifié du Prix de Sortie
5. Appréciation de la Valeur des Apports
6. Appréciation des garanties offertes aux créanciers de SFL et de Colonial
7. Conclusion

---

<sup>9</sup>Source : Ordonnance et article 41 du Décret Espagnol.

<sup>10</sup>Source : Ordonnance et article 6 du Décret Espagnol.

## 1. Présentation de la Fusion

### 1.1. Contexte général de l'opération

Dans la continuité de la stratégie de simplification de la structure du groupe constitué de Colonial et ses filiales (le « Groupe »), dont une des étapes-clé a été l'offre publique d'échange initiée par Colonial sur les titres SFL en août 2021 (l'« OPE 2021 »), Colonial envisage de procéder à la Fusion par absorption de SFL.

Conformément à l'article 3 du Traité de Fusion, l'opération de Fusion a pour objectifs :

- la création d'un groupe leader européen sur le marché des actifs de premier choix et doté de valeurs fortes, notamment en termes de critères ESG<sup>11</sup> ;
- la simplification et la rationalisation de la structure du Groupe dans un souci d'amélioration de son efficacité opérationnelle ;
- le renforcement de sa position concurrentielle avec une amélioration de la liquidité de ses titres sur les marchés de capitaux et de son accès au financement ;
- la recherche de synergies, Colonial et SFL intervenant dans le même secteur d'activité sur des actifs de premier ordre ;
- d'offrir, aux actionnaires minoritaires de SFL, une plus grande liquidité de leur investissement en leur permettant de devenir actionnaires de Colonial, tout en continuant à bénéficier d'obligations de distribution de dividendes équivalentes<sup>12</sup>.

L'article 2 du Traité de Fusion rappelle que le 3 décembre 2024, Colonial a déposé une demande auprès de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») afin d'obtenir la confirmation que Colonial n'est pas tenue de déposer une offre publique de retrait visant les actions SFL en vertu de l'article 236-6 2° du règlement général de l'AMF. L'obtention de la décision de l'AMF est une des conditions suspensives de la Fusion (§1.3.1).

### 1.2. Présentation des sociétés participant à l'Opération

#### 1.2.1. SFL, Société Absorbée

SFL est une société anonyme, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 552 040 982, sise 42 rue Washington à Paris (75008). Elle clôture son exercice social au 31 décembre de chaque année.

##### 1.2.1.1. Structure du capital

Le capital social de SFL, d'un montant de 85.901.600 €, est divisé en 42.950.800 actions d'une valeur nominale de 2,0 €, entièrement libérées et toutes de même catégorie, admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris.

---

<sup>11</sup> Environnement, Social, Gouvernance.

<sup>12</sup> Colonial est soumise à des obligations de distribution dans le cadre du régime fiscal spécifique des SOCIMI (sociétés d'investissement immobilier cotées en Espagne), comparables à celles des SIIC (sociétés d'investissement immobilier cotées en France).

Au 31 décembre 2024, le capital de SFL est détenu à près de 98,2% par Colonial.

#### SFL - Répartition du capital

déc.-24	Actions	% capital	Droits de vote	% droits de vote
Colonial	42 195 316	98,2%	42 195 316	98,2%
Flottant	755 293	1,8%	755 293	1,8%
Autodétention	191	0,0%	-	-
<b>Total</b>	<b>42 950 800</b>	<b>100%</b>	<b>42 950 609</b>	<b>100%</b>

Source : SFL

Par ailleurs, SFL a mis en place plusieurs plans d'actions gratuites (les « Actions Gratuites SFL »).

Compte tenu des prévisions de performance de SFL, le nombre potentiel d'Actions Gratuites SFL à émettre est estimé par la direction de SFL à 125.130<sup>13</sup>.

Le nombre d'actions dilué hors autodétention de SFL s'établit à 43.075.739 (le « Nombre d'Actions Dilué SFL »).

#### Nombre d'Actions Dilué SFL

déc.-24	# actions
Actions émises	42 950 800
Autodétention	(191)
<b>Actions hors autodétention</b>	<b>42 950 609</b>
Actions Gratuites SFL	125 130
<b>Total</b>	<b>43 075 739</b>

Source : SFL

#### 1.2.1.2. Activité de SFL

Aux termes de l'article 3 de ses statuts, SFL a pour objet :

- « l'acquisition par voie d'achat ou d'absorption, la prise à bail ou en emphytéose de tous immeubles situés en France, dans les territoires d'outre-mer et à l'étranger, ainsi que l'édification de constructions sur ces immeubles ; l'exploitation industrielle, la location, la gestion et généralement la mise en valeur de ces immeubles ;
- leur réalisation par voie de vente, échange ou apport ;
- la gestion d'immeubles pour le compte de tiers ;
- la participation par tous moyens à toutes entreprises ou sociétés créées ou à créer, pouvant se rattacher à l'objet social, notamment par voie de création de sociétés nouvelles, apport, commandite, souscription ou achat de titres ou de droits sociaux ;
- et généralement les opérations se rapportant directement ou indirectement à cet objet ou pouvant en faciliter la réalisation ».

<sup>13</sup> Situation au 28 février 2025.

### 1.2.1.3. Financement obligataire

Au 31 décembre 2024, le financement de SFL est assuré, pour partie, par emprunts obligataires, soit :

- 500.000.000 € émis en 2018 et remboursables en mai 2025 (les « Obligations 2018 ») ;
- 599.000.000 € émis en 2020 et remboursables en juin 2027 (les « Obligations 2020 ») ;
- 599.000.000 € émis en 2021 et remboursables en avril 2028 (les « Obligations 2021 »).

### 1.2.2. Colonial, Société Absorbante

Colonial est une société anonyme espagnole, immatriculée au registre du commerce de Madrid au tome 36 660, feuillet 87, page numéro M-30 822, avec le numéro d'identification fiscale espagnol A-28027399, sise Paseo de la Castellana 52, à Madrid (28046).

#### 1.2.2.1. Structure du capital

Le capital social de Colonial, d'un montant de 1.568.361.717,5 €, est divisé en 627.344.687 actions d'une valeur nominale de 2,5 €, entièrement libérées et toutes de même catégorie, admises aux négociations sur les bourses de Madrid et Barcelone.

Dans le cadre de plans de performance, Colonial distribue des actions aux mandataires sociaux et aux salariés en fonction des réalisations de l'année écoulée, prélevées sur les actions autodétenues. En l'absence d'émission d'actions nouvelles, les actions de performance n'ont pas d'impact dilutif complémentaire sur le capital de Colonial<sup>14</sup>.

Au 31 décembre 2024, le nombre d'actions dilué hors autodétention de Colonial s'établit à 617.968.565 (le « Nombre d'Actions Dilué Colonial »).

<b>Nombre d'Actions Dilué Colonial</b>	
déc.-24	# actions
Actions émises	627 344 687
Autodétention	(9 376 122)
<b>Total</b>	<b>617 968 565</b>

Source : Colonial

#### 1.2.2.2. Activité

Aux termes de l'article 3 de ses statuts, Colonial a pour objet :

- « L'acquisition et le développement de biens immeubles urbains destinés à des opérations de location.
- La détention de participations dans le capital des SOCIMIs (Sociétés Anonymes Cotées d'Investissement dans le Marché Immobilier), équivalentes aux REITs (Real Estate Investment Trusts), ou dans le capital d'autres sociétés non basées en Espagne poursuivant le même objet social que les SOCIMIs, régies par un système similaire à celui établi pour les SOCIMIs en matière de politiques obligatoires ou de politiques définies par la loi ou par les statuts sociaux concernant la distribution des bénéfices.

<sup>14</sup> À la date du présent rapport.

- *La détention de participations dans le capital d'autres sociétés, qu'elles soient basées en Espagne ou à l'étranger, dont l'objet social principal est l'acquisition de biens immeubles urbains destinés à des opérations de location, et qui sont soumises au même système que celui établi pour les SOCIMIs en matière de politiques obligatoires ou de politiques établies par les lois ou les statuts sociaux en lien avec la distribution des bénéfices, et qui remplissent les critères d'investissement pour ces sociétés.*
- *La détention d'actions ou de participations dans des Organismes de Placement Collectif en Immobilier régis par la loi espagnole 35/2003 du 4 novembre sur les Organismes de Placement Collectif, ou toute réglementation future qui pourrait la remplacer ».*

### 1.2.3. Lien entre les sociétés

Colonial détient près de 98,2%<sup>15</sup> du capital et des droits de vote de SFL (§1.2.1.1).

## 1.3. Principales dispositions de la Fusion

Les modalités de réalisation de la Fusion, qui sont présentées de façon détaillée dans le Traité de Fusion, peuvent se résumer comme suit<sup>16</sup>.

### 1.3.1. Date de réalisation juridique

Sur le plan juridique, la Fusion prendra effet à la date d'enregistrement de la Fusion au registre du commerce de Madrid, sous réserve que les Obligations 2018 aient été remboursées conformément à leurs termes et conditions, et que l'ensemble des conditions suspensives mentionnées à l'article 6 du Traité de fusion aient été réalisées (la « **Date de Réalisation** »), soit :

- la confirmation par l'AMF que Colonial n'est pas tenue de déposer une offre publique de retrait visant les actions SFL en application de l'article 236-6 2° du règlement général de l'AMF et après l'expiration du délai de recours contre cette décision<sup>17</sup> ;
- l'approbation de la Fusion par l'assemblée générale des actionnaires de SFL ;
- l'approbation de la Fusion par l'assemblée générale des actionnaires de Colonial ;
- la délivrance par le greffe du Tribunal de commerce de Paris de l'attestation de conformité en application des articles L. 236-42 et R. 236-29 et suivants du Code de commerce certifiant la régularité de la Fusion et la conformité des actes et formalités préalables à la Fusion ;
- la réalisation du contrôle de légalité sans objection par le Registre du Commerce de Madrid.

Conformément à l'article 5.5 du Traité de Fusion :

- l'assemblée générale des porteurs d'obligations (§1.2.1.3) n'est pas requise dans le cadre de la Fusion ;
- SFL s'engage à racheter les Obligations 2018 avant la réalisation de la Fusion.

<sup>15</sup> Au 31 décembre 2024.

<sup>16</sup> S'agissant d'un résumé, le présent rapport n'expose pas l'intégralité des dispositions du Traité de Fusion, auquel il convient de se référer pour disposer d'une description complète des modalités de la Fusion.

<sup>17</sup> Cette condition doit être levée au plus tard le 23 avril 2025 à 23 heures 59 CET par Colonial, qui peut proroger cette date butoir par périodes d'un mois.

Si toutes ces conditions ne sont pas remplies au plus tard le 15 décembre 2025 à 23 heures 59 CET, et, à moins que les parties à la Fusion ne conviennent de reporter cette date ou de renoncer aux conditions suspensives énoncées ci-dessus, la Fusion sera résiliée et aucune indemnité ne sera due par l'une ou l'autre des parties.

### 1.3.2. Date d'effet comptable et fiscal

Conformément au plan comptable général espagnol approuvé par le décret royal 1514/2007 du 16 novembre 2007, la date d'effet comptable et fiscal de la Fusion sera la date d'approbation de la Fusion par l'assemblée générale des actionnaires de SFL (la « **Date d'Effet Comptable** »)<sup>18</sup>.

### 1.3.3. Comptes utilisés pour les besoins de Fusion

Les comptes de référence utilisés pour déterminer les modalités de la Fusion sont les états financiers sociaux et consolidés de SFL et de Colonial au 31 décembre 2024 qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes respectivement le 25 février 2025 et le 27 février 2025.

Ces comptes seront soumis à l'approbation des actionnaires de SFL<sup>19</sup> et de Colonial.

### 1.3.4. Distribution de dividendes

Conformément à l'article 5.4 du Traité de Fusion, les actionnaires de SFL percevront avant la réalisation de la Fusion un dividende d'un montant de 2,85 €<sup>20</sup> par action (le « **Dividende SFL** ») sous réserve que les actionnaires approuvent cette distribution lors de l'assemblée générale du 23 avril 2025.

De la même manière, les actionnaires de Colonial percevront le dividende au titre de l'exercice 2024 en amont de la Date de Réalisation<sup>21</sup>.

## 1.4. Description et évaluation des apports

Aux termes du Traité de Fusion, l'actif apporté et le passif pris en charge consisteront en l'intégralité du patrimoine de SFL.

### 1.4.1. Principe de valorisation des apports

En application des principes comptables applicables en Espagne, les actifs apportés et les passifs transmis par la Société Absorbée seront transférés à la Société Absorbante sur la base de leur valeur nette comptable à la Date d'Effet Comptable<sup>22</sup> telle qu'elle ressortira des comptes de SFL.

### 1.4.2. Description des apports de référence au 1<sup>er</sup> janvier 2025

Sur la base des derniers états financiers de SFL au 31 décembre 2024 présentés à l'article 7.1 du Traité de Fusion, et sans que cette description ne soit limitative, les actifs apportés et les passifs transmis présentent les valeurs nettes comptables suivantes.

<sup>18</sup> Aux termes de l'article 5.12 du Traité de Fusion.

<sup>19</sup> Prévues le 23 avril 2025.

<sup>20</sup> Au titre du résultat de l'exercice 2024.

<sup>21</sup> D'un montant de 0,30 € par action Colonial sous réserve de l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires de Colonial.

<sup>22</sup> Aux termes de l'article 7.4 du Traité de Fusion.

**SFL - Comptes sociaux**

k€	31-déc.-24
Immobilisations incorporelles	5 058
Immobilisations corporelles	1 348 702
Immobilisations financières	1 802 593
Créances	814 629
Valeurs mobilières de placement	20 820
Disponibilités	3 085
Charges constatées d'avance	476
Frais d'émission d'emprunt à étaler	9 246
Prime de remboursement des obligations	12 522
<b>Total actif</b>	<b>4 017 131</b>
Provision pour risques	(2 011)
Emprunts obligataires	(1 709 721)
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	(300 464)
Emprunts et dettes financières divers	(763 769)
Avances et acomptes reçus sur location	(13 806)
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	(6 864)
Dettes fiscales et sociales	(10 765)
Dettes sur immobilisations et comptes rattachés	(27 951)
Autres dettes	(11 245)
<b>Total passif</b>	<b>(2 846 596)</b>
<b>Actif net</b>	<b>1 170 535</b>

Source : SFL

Cette présentation n'est qu'indicative, la Fusion entraînant un transfert de l'ensemble des actifs et passifs de SFL tels qu'ils existeront à la Date de Réalisation en retenant les valeurs nettes comptables déterminées à la Date d'Effet Comptable.

Les provisions réglementées, dont le solde s'établit à 27.327.388 € au 31 décembre 2024, devront être reconstituées<sup>23</sup> à l'issue de la Fusion dans les livres de la Société Absorbante.

Au 1<sup>er</sup> janvier 2025, les engagements hors bilan de SFL liés à des travaux de construction s'élèvent à 95.998.000 €<sup>24</sup>.

### 1.4.3. Valorisation des apports à la date d'effet comptable et fiscale

#### 1.4.3.1. Actif Net Apporté Provisoire

Compte tenu d'une Date d'Effet Comptable postérieure à la date de signature du Traité de Fusion, la Société Absorbée a établi une situation comptable provisoire, qui fera l'objet d'un ajustement prévu à l'article 7.2 du Traité de Fusion.

Pour les besoins de la Fusion, les apports envisagés sont évalués à leur valeur nette comptable, telle qu'elle ressort de la situation comptable de SFL estimée à la Date d'Effet Comptable (l'« Actif Net Apporté Provisoire »).

L'Actif Net Apporté Provisoire a été établi à la Date d'Effet Comptable à partir :

- des comptes sociaux de SFL au 31 décembre 2024 certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;

<sup>23</sup> Pour le solde à la Date d'Effet Comptable.

<sup>24</sup> Article 7.1 du Traité de Fusion.

- d'une estimation de la distribution du Dividende SFL (§1.3.4) ;
- d'une projection de l'activité de SFL depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2025 jusqu'à la Date d'Effet Comptable tenant compte du résultat statutaire estimé sur la période, en ce y compris d'éventuels aléas et la variation des provisions réglementées<sup>25</sup>.

L'Actif Net Apporté Provisoire sur lequel porte mon appréciation est estimé à 1.023.388.973 € comme suit :

<u>Actif Net Apporté Provisoire</u>	
<u>€</u>	
Actif net au 31 décembre 2024	1 170 534 511
Distribution de dividendes estimée	(122 578 568)
Résultat estimé à la Date d'Effet Comptable	(25 000 000)
Annulation des provisions réglementées au 31 décembre 2024	(27 327 388)
Provisions réglementées estimées à la Date d'Effet Comptable	27 760 418
<b>Total</b>	<b>1 023 388 973</b>

L'Actif Net Apporté Provisoire s'entend avant déduction de la provision réglementée, présentant un solde estimé de 27.760.418 €, qui sera reconstituée dans les comptes de la Société Absorbante à la Date d'Effet Comptable.

#### 1.4.3.2. Actif Net Apporté Définitif

L'Actif Net Apporté Provisoire sera ajusté sur la base d'une situation comptable définitive de SFL à la Date d'Effet Comptable (l'« Actif Net Apporté Définitif ») qui sera établie et arrêtée postérieurement à l'approbation de la Fusion en suivant la procédure présentée à l'article 7.2 du Traité de Fusion.

Toute différence positive entre l'Actif Net Apporté Provisoire et l'Actif Net Apporté Définitif sera imputée sur le mali technique.

### 1.5. Rémunération des apports

Le Rapport d'Échange proposé pour la Fusion est de 13 actions ordinaires Colonial pour 1 action SFL.

#### 1.5.1. Détermination du Rapport d'Échange

Le Rapport d'Échange a été fixé par les parties à partir d'une analyse multicritère du poids relatif des sociétés participant à la Fusion sur la base des méthodes décrites dans l'annexe 6 du Traité de Fusion.

Les experts mandatés par Colonial<sup>26</sup> et le comité indépendant<sup>27</sup> de SFL<sup>28</sup> ont confirmé le caractère équitable du Rapport d'Échange, respectivement pour les actionnaires de Colonial et de SFL.

<sup>25</sup> Constatée sous forme de dotation aux provisions.

<sup>26</sup> Morgan Stanley.

<sup>27</sup> Composé de Mme Alexandra Rocca et de Mme Arielle Malard de Rothschild, toutes deux administratrices indépendantes.

<sup>28</sup> Rothschild & Co.

### 1.5.2. Actions gratuites

L'article 5.3 du Traité de Fusion précise pour les Actions Gratuites SFL que :

- Colonial se substituera de plein droit à SFL dans ses obligations à l'égard des bénéficiaires des Actions Gratuites SFL ;
- les droits des bénéficiaires d'Actions Gratuites SFL seront reportés sur les actions Colonial sur la base du Rapport d'Échange ; le nombre d'actions Colonial attribuées à chaque bénéficiaire sera ainsi équivalent au nombre d'actions SFL auxquelles ils auraient pu prétendre conformément aux plans, multiplié par le Rapport d'Échange ;
- l'échange d'actions se fera sans soulte, et aucun paiement en numéraire ne sera dû pour compenser les rompus ;
- le nombre d'actions Colonial qui en résultera sera arrondi au nombre entier inférieur le plus proche, et aucune indemnité de quelque nature que ce soit ne sera reçue par les bénéficiaires ; et
- tous les autres termes et conditions des plans d'Actions Gratuites SFL resteront inchangés dans la mesure permise par la loi espagnole.

### 1.5.3. Actions autodétenues

Dans le cadre de la Fusion, Colonial prévoit de rémunérer les actions SFL apportées par des actions autodétenues comme prévu à l'article 5.9 du Traité de Fusion.

La Société Absorbante ne prévoyant pas de rémunérer les apports par une augmentation de capital, je n'ai pas à me prononcer sur l'effet de la Fusion sur le capital de Colonial.

## 1.6. Prix de Sortie

Conformément à l'article L. 236-40 du Code de commerce, les actionnaires de SFL qui auront voté contre la Fusion lors de l'assemblée générale de SFL pourront exercer leur droit de sortie sur les actions SFL qu'ils détiennent au Prix de Sortie de 77,5 € par action, coupon attaché<sup>29</sup>.

## 2. Diligences mises en œuvre par le commissaire à la fusion

En exécution de la mission qui m'a été confiée, j'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires pour :

- apprécier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à la Fusion et le caractère équitable du Rapport d'Échange ;
- apprécier le Prix de Sortie offert aux actionnaires de SFL qui auraient voté contre la Fusion ;
- m'assurer que la Valeur des Apports n'est pas surévaluée.

Ma mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la Société Absorbée et de la Société Absorbante.

---

<sup>29</sup> Le Prix de Sortie tient compte du Dividende SFL dû au titre de l'exercice 2024.

En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité. Elle n'implique pas non plus une validation du régime fiscal applicable la Fusion. En outre, ma mission ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

Comme il est d'usage, j'ai considéré sincères et exhaustifs les informations et les documents qui m'ont été communiqués par SFL, Colonial et leurs conseils.

Mon opinion est exprimée à la date du présent rapport qui constitue la fin de ma mission. Il ne m'appartient pas d'assurer un suivi des événements qui ont pu survenir postérieurement à la date de mon rapport.

Dans le cadre de ma mission, j'ai notamment mis en œuvre les principales diligences suivantes :

- prise de connaissance approfondie de la Fusion et de son contexte juridique, économique et financier ;
- étude des dispositions juridiques encadrant ma mission ;
- entretiens avec les collaborateurs et dirigeants de SFL et Colonial en charge de la Fusion ainsi que leurs conseils financiers<sup>30</sup> et juridiques<sup>31</sup> ;
- examen du corpus juridique de la Fusion, incluant le Traité de Fusion et ses annexes ainsi que la documentation relative à la fixation du Prix de Sortie ;
- revue des éléments financiers et juridiques relatifs à l'OPE 2021 ;
- contrôle de la réalité et de la pleine propriété des actifs apportés ;
- analyse de la démarche suivie par les équipes de SFL pour s'assurer de l'absence de restriction au transfert des actifs et des passifs dans le cadre de la Fusion ;
- vérification du respect de la réglementation comptable en vigueur en matière de valorisation des apports ;
- revue des états financiers historiques de SFL et Colonial, ainsi que de leurs comptes annuels et consolidés respectifs au 31 décembre 2024 certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- examen des expertises immobilières de SFL et Colonial au 31 décembre 2024 ;
- visite d'actifs inscrits à l'actif de SFL, sélectionnés par sondages ;
- désignation par mes soins d'un expert immobilier<sup>32</sup> (l' « **Expert Immobilier Tiers** ») et de son correspondant espagnol, qui ont (i) procédé à la revue des expertises immobilières établies à la demande de SFL et Colonial pour l'établissement de leurs comptes consolidés, (ii) visité des actifs pour en appréhender les caractéristiques, et (iii) confirmé les valorisations immobilières de SFL et Colonial au 31 décembre 2024 ;
- entretiens avec l'Expert Immobilier Tiers et revue de ses conclusions ;

---

<sup>30</sup> Rothschild & Co pour SFL et Morgan Stanley pour Colonial.

<sup>31</sup> Gide Loyrette Nouel pour SFL et Darrois Villey Maillot Brochier pour Colonial.

<sup>32</sup> Euroflemming Expertise.

- examen des plans d'affaires établis par la direction de SFL et Colonial, approuvés par leurs organes de gouvernance respectifs, ainsi que des hypothèses sous-tendant les prévisions ;
- comparaison entre les hypothèses du plan d'affaires et celles retenues par les experts immobiliers au 31 décembre 2024 ;
- examen des modalités de détermination du Rapport d'Échange et du Prix de Sortie ;
- mise en œuvre de mes propres travaux d'évaluation multicritère de SFL et Colonial, complétés par des analyses de sensibilité ;
- examen des synergies envisagées dans le cadre du rapprochement entre SFL et Colonial ;
- obtention de la confirmation formelle de la part des dirigeants de SFL et Colonial que toutes les informations dont ils disposent, utiles ou pouvant avoir une incidence sur ma mission, m'ont été transmises. ;
- établissement du présent rapport.

### 3. Appréciation du caractère équitable du Rapport d'Échange

#### 3.1. Présentation des méthodes retenues par les parties

Le Rapport d'Échange a été fixé par les parties à partir d'une analyse multicritère du poids relatif des sociétés participant à l'opération sur la base des méthodes décrites dans l'annexe 6 du Traité de Fusion et résumées ci-après :

- une **méthode patrimoniale** par référence aux indicateurs EPRA NTA<sup>33</sup> et EPRA NDV<sup>34</sup> au 31 décembre 2024, qui extériorise une parité comprise entre **9,1x** et **9,2x** ;
- une **approche mixte** comparant, d'une part, la valeur de l'action Colonial déterminée par référence au prix de l'augmentation de capital de Colonial souscrite en mai 2024 par Criteria et, d'autre part, le cours de bourse de SFL à la Date d'Annonce, qui extériorise une parité de **9,4x** ;
- une **référence boursière** fondée sur le cours cible des analystes financiers à la Date d'Annonce, qui extériorise une parité de **10,0x** ;
- une **méthode analogique** par référence à l'indicateur EPRA NTA au 31 décembre 2024 après prise en compte de la décote historique d'actif net réévalué (« ANR ») constatée sur des sociétés comparables, qui extériorise une parité de **9,1x** ;
- une **approche transactionnelle** tenant compte des transactions significatives réalisées entre 2016 et 2021 sur le capital de SFL, qui extériorise une parité comprise entre **7,5x** et **9,7x** ;
- une **référence de marché** comparant le cours de bourse de Colonial à la Date de Communication et l'EPRA NTA de SFL ajusté de la décote d'ANR constatée sur des transactions comparables, qui extériorise une parité de **13,3x**.

---

<sup>33</sup> Net Tangible Assets.

<sup>34</sup> Net Disposal Value.

## 3.2. Appréciation des valeurs relatives attribuées à SFL et Colonial

### 3.2.1. Appréciation des méthodes de valorisation

L'appréciation des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à la Fusion appelle de ma part les observations suivantes :

- le Rapport d'Échange doit être déterminé en comparant des valeurs relatives pour SFL et Colonial estimées sur des bases homogènes ;
- les méthodes et les critères de valorisation décrits à l'annexe 6 du Traité de Fusion (§3.1), sont usuels et adaptés à l'activité et aux caractéristiques respectives de SFL et Colonial.

Pour mon appréciation du Rapport d'Échange, je me suis appuyée sur les méthodes décrites dans l'annexe 6 du Traité de Fusion que j'ai jugées les plus pertinentes, en les adaptant si besoin, ainsi que sur des analyses complémentaires.

Par ailleurs, j'ai pris connaissance des synergies attendues du rapprochement de SFL et Colonial, sur la base des économies de coûts envisagées à la suite du retrait de la cote de SFL<sup>35</sup>.

### 3.2.2. Méthodes d'évaluation écartées

#### 3.2.2.1. Cours de bourse après la Date d'Annonce

Pour apprécier le Rapport d'Échange, j'ai écarté la référence au cours de bourse de la Société Absorbée et de la Société Absorbante après la Date d'Annonce en raison de l'asymétrie du comportement des cours et donc de l'absence d'homogénéité de ce critère après l'annonce de la Fusion.

Après la Date d'Annonce, le cours de SFL a été affecté par une hausse, en deux temps<sup>36</sup>, à la suite de l'anticipation par des actionnaires de SFL des conditions financières de la Fusion, conduisant à une réduction de la décote d'ANR qui existait préalablement à la Date d'Annonce.

Cours de bourse de SFL depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024



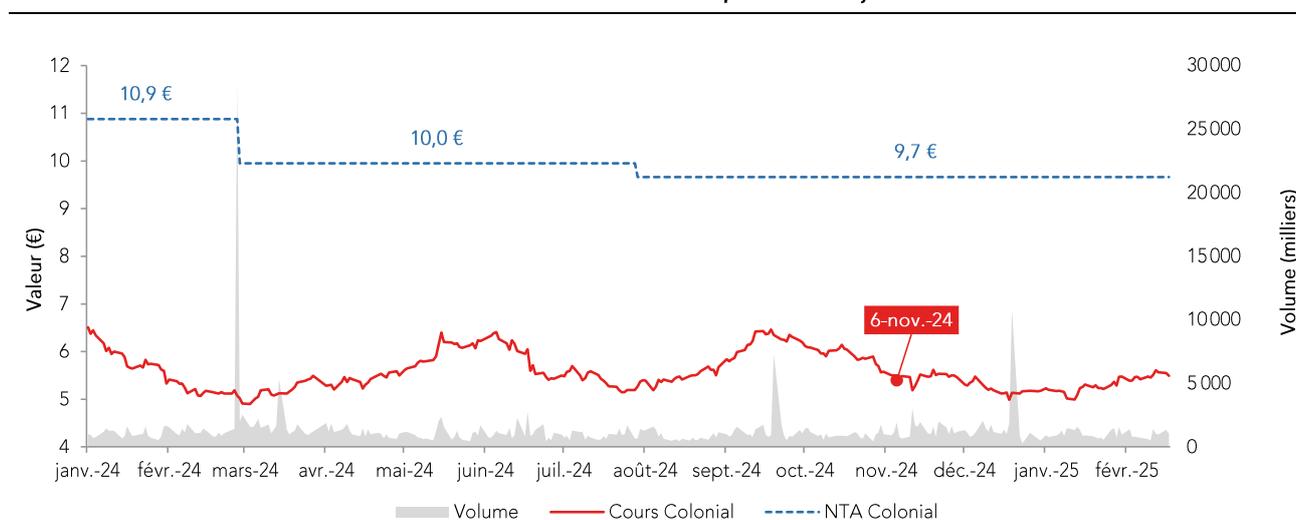
Source : Bloomberg, analyses Ledouble

<sup>35</sup> Ces synergies de coûts incluent notamment l'allègement des obligations de communication, la suppression des frais de cotation et la simplification organisationnelle de la structure (les « Synergies »).

<sup>36</sup> Hausse du cours après la Date d'Annonce puis au début de l'année 2025.

A contrario, le cours de Colonial ne semble pas avoir été affecté par l'annonce de la Fusion, la décote d'ANR restant en ligne avec celle préexistante à la Date d'Annonce.

### Cours de bourse de Colonial depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

#### 3.2.2.2. Actif net comptable

Colonial et SFL établissent leurs comptes conformément au référentiel IFRS qui prévoit la possibilité de comptabiliser les immeubles de placement à leur juste valeur.

Néanmoins, j'ai écarté le critère de l'actif net comptable, l'estimant redondant avec l'analyse fondée sur les indicateurs EPRA NTA et EPRA NDV retenue par ailleurs.

#### 3.2.2.3. Actualisation des dividendes futurs

En l'absence de prévisions de dividendes à moyen et long terme pour les deux sociétés prenant part à la Fusion, je n'ai pas retenu une évaluation par actualisation des dividendes futurs.

En revanche, j'ai mené une évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§3.2.3.4).

#### 3.2.2.4. Comparables boursiers

En raison des difficultés rencontrées pour constituer un échantillon de sociétés comparables différenciées entre SFL et Colonial, je n'ai pas retenu la méthode d'évaluation analogique par comparaison avec un échantillon de sociétés cotées.

En effet, en recourant à un panel commun, l'application de la méthode des comparables boursiers pour une analyse de parité revient finalement à évaluer le poids relatif des agrégats des deux sociétés prenant part à la Fusion.

L'application de cette méthode serait donc redondante avec l'appréciation du Rapport d'Échange par référence aux indicateurs d'EPRA NTA, d'EPRA NDV et de résultat net récurrent, mise en œuvre par ailleurs (§3.2.3.3 et §3.2.3.6).

### 3.2.3. Méthodes d'évaluation mises en œuvre

#### 3.2.3.1. Référence au cours de bourse avant la Date d'Annonce

La référence boursière tient compte des cours de bourse de SFL et Colonial à court et moyen terme<sup>37</sup> avant la Date d'Annonce.

Compte tenu de la structure du capital de SFL majoritairement détenu par Colonial, les actions SFL disposent d'une moindre liquidité que les actions Colonial en raison d'un flottant limité.

Néanmoins, je considère que le cours de bourse est une référence incontournable pour les actionnaires minoritaires, et qu'elle doit donc être retenue pour apprécier le Rapport d'Échange.

<b>Cours de bourse avant la Date d'Annonce</b>				
6-nov.-24	Colonial	SFL	Parité	Prime/ (décote)
Parité de la Fusion			13,0x	
Spot	5,4 €	64,0 €	11,9x	10%
CMPV 20 séances	5,8 €	64,9 €	11,2x	16%
CMPV 60 séances	6,0 €	65,5 €	11,0x	19%
CMPV 120 séances	5,8 €	65,4 €	11,2x	16%
CMPV 180 séances	5,6 €	66,1 €	11,8x	10%
CMPV 250 séances	5,7 €	66,4 €	11,7x	11%
<b>Min</b>	5,4 €	64,0 €	11,0x	19%
<b>Max</b>	6,0 €	66,4 €	11,9x	10%

Source: Bloomberg, analyses Ledouble

Par référence au cours de bourse, la parité s'établit entre 11,0x et 11,9x, soit une prime induite par le Rapport d'Échange comprise entre 10% et 19%.

#### 3.2.3.2. Référence au cours cible avant la Date d'Annonce

J'ai également examiné la parité résultant d'une comparaison des cours cibles des analystes financiers publiés avant la Date d'Annonce.

En raison d'un flottant limité, l'action SFL est suivie par un nombre plus limité d'analystes que l'action Colonial<sup>38</sup>.

Néanmoins, je considère que cette référence est nécessaire pour apprécier la situation des actionnaires minoritaires de SFL et Colonial<sup>39</sup>.

<sup>37</sup> Cours spot et cours moyen pondéré par les volumes sur la base du cours de clôture (« CMPV ») sur 20, 60, 120, 180 et 250 jours de bourse.

<sup>38</sup> Pour un analyste, nous avons pu comparer la prévision de cours cible pour chacune des sociétés et en déduire une parité.

<sup>39</sup> Au même titre que la référence boursière (§3.2.3.1).

**Cours cible avant la Date d'Annonce**

6-nov.-24	Colonial	SFL	Parité	Prime/ (décote)
Parité de la Fusion			13,0x	
Cours cible moyen	6,9 €	68,5 €	9,9x	31%
Cours cible médian	7,0 €	68,5 €	9,8x	33%
Analyste 1	7,5 €	70,0 €	9,3x	39%
Analyste 2	nc	67,0 €	nc	nc
Min	6,9 €	67,0 €	9,3x	39%
Max	7,5 €	70,0 €	9,9x	31%

Source: Bloomberg, analyses Ledouble

Par référence au cours cible des analystes financiers, la parité s'établit entre 9,3x et 9,9x, soit une prime induite par le Rapport d'Échange comprise entre 31% et 39%.

### 3.2.3.3. Évaluation patrimoniale

L'évaluation patrimoniale se fonde sur les indicateurs EPRA NTA et EPRA NDV qui permettent de comparer les sociétés foncières sur des bases homogènes :

- l'EPRA NTA ou de **continuation** postule que l'entité achète et vend des actifs, et exclut par conséquent les droits de mutation ;
- l'EPRA NDV ou de **liquidation** se fonde sur un scénario de cession rapide des actifs détenus et tient compte de l'ensemble des actifs et passifs financiers figurant au bilan à leur juste valeur.

Par construction, ces indicateurs cumulent des valeurs individuelles attribuées à chacun des immeubles, mais ne tiennent pas compte de l'impact négatif des frais de structure sur la valeur de l'action ainsi que toute décote qui pourrait être observée dans un processus global de cession du portefeuille d'actifs.

J'ai ainsi complété mon analyse en corrigeant ces indicateurs EPRA des éventuels effets dilutifs associés aux plans d'actions gratuites et de la valeur des frais de structure calculés sur la base d'une actualisation des coûts prévisionnels prévus dans le plan d'affaires de SFL et Colonial.

Par ailleurs, j'ai mandaté l'Expert Immobilier Tiers et son correspondant espagnol qui ont (i) procédé à la revue des expertises immobilières établies à la demande de SFL et Colonial pour l'établissement de leurs comptes consolidés au 31 décembre 2024, (ii) visité des actifs pour en appréhender les caractéristiques afin de vérifier les paramètres d'évaluation, et (iii) confirmé l'absence d'observation sur les valorisations immobilières au 31 décembre 2024.

Les conclusions de l'Expert Immobilier Tiers confortent la valorisation des actifs immobiliers au 31 décembre 2024 qui sous-tend l'EPRA NTA et l'EPRA NDV de SFL et Colonial.

La comparaison des valeurs patrimoniales de SFL et Colonial est la suivante :

<b>Indicateurs EPRA</b>				
<b>31-déc.-24</b>	<b>Colonial</b>	<b>SFL</b>	<b>Parité</b>	<b>Prime/ (décote)</b>
<b>Parité de la Fusion</b>			<b>13,0x</b>	
NDV publié	9,5 €	87,0 €	9,2x	41%
NDV post dilution et frais	7,5 €	73,1 €	9,7x	34%
NTA publié	9,6 €	88,0 €	9,1x	42%
NTA post dilution et frais	7,7 €	74,0 €	9,6x	35%
<b>Min</b>	<b>7,5 €</b>	<b>73,1 €</b>	<b>9,1x</b>	<b>42%</b>
<b>Max</b>	<b>9,6 €</b>	<b>88,0 €</b>	<b>9,7x</b>	<b>34%</b>

Source: SFL, Colonial, analyses Ledouble

Par référence aux indicateurs d'ANR EPRA ajustés, la parité s'établit entre 9,1x et 9,7x, soit une prime induite par le Rapport d'Échange comprise entre 34% et 42%.

### 3.2.3.4. Évaluation intrinsèque DCF

L'évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (« DCF ») repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise (la « Valeur d'Entreprise ») sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

J'ai exploité les plans d'affaires établis par la direction de SFL et de Colonial qui ont été approuvés par leurs conseils d'administration, respectivement le 21 novembre 2024 et le 23 janvier 2025.

Les données prévisionnelles établies sur la période 2025-2029 intègrent les projections de *cash flow* des différents actifs immobiliers ainsi que les frais de structure et les autres charges non directement imputables aux actifs.

Le plan d'affaires de Colonial se fonde sur le plan d'affaires communiqué par SFL, complété des prévisions propres à l'activité espagnole de Colonial.

À la différence des travaux des experts immobiliers, qui retiennent à l'issue des projections une valeur de sortie, mon calcul de la valeur terminale repose sur l'estimation, aux bornes des sociétés valorisées, d'un *cash-flow* libre durable selon un scénario de continuité d'exploitation<sup>40</sup>.

La Valeur d'Entreprise de Colonial a été estimée selon deux méthodes :

- une approche en somme des parties (« SOTP ») qui s'appuie sur la somme de la Valeur d'Entreprise de SFL et de l'activité espagnole de Colonial estimées à partir de taux d'actualisation différenciés<sup>41</sup> ;
- une approche globale qui se fonde sur les flux prévisionnels de trésorerie de Colonial et un taux d'actualisation estimé aux bornes du Groupe<sup>42</sup>.

<sup>40</sup> La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de 2,0%, tenant compte des perspectives d'inflation sur la zone euro, de manière homogène avec notre modèle interne de rendement de marché.

<sup>41</sup> Le taux d'actualisation, estimé à partir de la formule du MEDAF, a été fixé à 5,9% pour SFL et 6,6% pour l'activité espagnole de Colonial.

<sup>42</sup> Taux d'actualisation fixé à 6,14% en tenant compte du poids respectif des activités françaises et espagnoles.

La dette financière nette ajustée est déduite de la Valeur d'Entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres.

La valeur par action est obtenue après application du Nombre d'Actions Dilué SFL et du Nombre d'Actions Dilué Colonial.

<u>Approche DCF</u>				
	Colonial	SFL	Parité	Prime/ (décote)
Parité de la Fusion			13,0x	
DCF - SOTP	6,4 €	70,0 €	10,9x	19%
DCF - global	6,3 €	70,0 €	11,1x	17%
Min	5,9 €	66,1 €	11,1x	17%
Max	6,8 €	74,1 €	10,9x	20%
<b>Min</b>		<b>66,1 €</b>	<b>10,9x</b>	<b>20%</b>
<b>Max</b>		<b>74,1 €</b>	<b>11,1x</b>	<b>17%</b>

Source: analyses Ledouble

Je note que :

- les analyses de sensibilité des valeurs relatives de SFL et Colonial ne viennent pas modifier la fourchette de parité ;
- les valeurs intrinsèques de SFL et Colonial :
  - sont inférieures aux valeurs patrimoniales (§3.2.3.3) en raison de la prise en compte des frais de structure et des autres charges non directement imputables aux actifs, que les experts immobiliers n'intègrent pas dans la valorisation des immeubles ;
  - correspondent ainsi aux flux de trésorerie bénéficiant aux actionnaires dans une perspective de continuation de l'activité de foncière de SFL et Colonial.

Par référence à la méthode DCF, la parité s'établit entre 10,9x et 11,1x, soit une prime induite par le Rapport d'Échange comprise entre 17% et 20%.

### 3.2.3.5. Référence transactionnelle

La référence transactionnelle, qui m'est apparue la plus pertinente, est l'application du contrat de liquidité conclu entre Colonial et les bénéficiaires d'Actions Gratuites SFL, qui ne pouvaient apporter leurs titres à l'OPE 2021 compte tenu de leur indisponibilité.

Aux termes de ce contrat, Colonial s'est engagée à offrir aux bénéficiaires de ces Actions Gratuites SFL des conditions de rachat identiques à celles proposées aux actionnaires de SFL lors de l'OPE 2021 (le « **Contrat de Liquidité** »).

#### (i) Mise en œuvre du Contrat de Liquidité en 2024

La mise en œuvre récente du Contrat de Liquidité sur l'exercice 2024 (les « **Transactions SFL 2024** ») a ainsi permis à certains porteurs d'actions SFL de les échanger contre 5,174<sup>43</sup> actions Colonial majorées d'une composante numéraire de 46,66 € (les « **Modalités du Contrat de Liquidité** »).

<sup>43</sup> Parité de 5 ajustée du dividende versé sur l'exercice 2024.

En l'absence d'informations plus précises, j'ai pris l'hypothèse que pour chacune des Transactions SFL 2024, les actions Colonial obtenues en échange des actions SFL étaient valorisées au cours de bourse en vigueur à la date de transaction. Cette approche n'appréhende donc pas le fait que les actions Colonial aient pu être cédées ultérieurement à une autre date et donc à un cours de bourse différent.

### Transactions SFL 2024

	Date	Volume	Colonial	SFL	Parité	Prime/ (décote)
Parité de la Fusion					13,0x	
Transaction 1	mars-24	22 869	5,1 €	72,9 €	14,4x	(9%)
Transaction 2	avr.-24	2 073	5,6 €	75,4 €	13,6x	(4%)
Transaction 3	sept.-24	1 800	5,8 €	76,9 €	13,2x	(1%)
Transaction 4	oct.-24	42	5,9 €	77,3 €	13,1x	(1%)
Moyenne pondérée par les volumes			5,2 €	73,4 €	14,2x	(8%)
Min					13,1x	(1%)
Max					14,4x	(9%)

Source : Colonial, Bloomberg, analyses Ledouble

Par référence aux Transactions SFL 2024, la parité s'établit entre 13,1x et 14,4x, soit une décote induite par le Rapport d'Échange comprise entre (9)% et (1)%.

### (ii) Application des Modalités du Contrat de Liquidité

J'ai également appliqué les Modalités du Contrat de Liquidité à des références récentes de valeurs de l'action Colonial.

#### (a) Transaction Criteria

En mai 2024, la holding espagnole Criteria a souscrit à une augmentation de capital de Colonial<sup>44</sup> représentative de près de 14%<sup>45</sup> du capital de Colonial post opération (la « Transaction Criteria »).

Pour apprécier le Rapport d'Échange, j'ai appliqué les Modalités du Contrat de Liquidité en retenant une valeur de l'action Colonial correspondant au Prix de l'AKA 2024. Je souligne que cette étude est menée exclusivement pour apprécier le Rapport d'Échange sur une base homogène entre Colonial et SFL, sans que cela préjuge d'une valeur de marché de l'action SFL.

### Valeur de SFL induite par le Contrat de Liquidité

	Colonial	SFL	Parité	Prime/ (décote)
Parité de la Fusion			13,0x	
Transaction Criteria	7,1 €	83,4 €	11,7x	11%

Source: Colonial, analyses Ledouble

Par référence à la Transaction Criteria et aux Modalités du Contrat de Liquidité, la parité s'établit à 11,7x, soit une prime induite par le Rapport d'Échange de 11%.

<sup>44</sup> Au prix de 7,1 € par action (le « Prix de l'AKA 2024 »).

<sup>45</sup> Cette opération a conduit à l'émission de près de 88 millions d'actions nouvelles et à l'augmentation de la participation de Criteria dans Colonial de 3% à près de 16,8%.

### (b) Autres références de valeurs de Colonial

Pour apprécier le Rapport d'Échange, j'ai appliqué les Modalités du Contrat de Liquidité à des références boursières de l'action Colonial avant la Date d'Annonce.

#### Valeur de SFL induite par le Contrat de Liquidité

	Colonial	SFL	Parité	Prime/ (décote)
Parité de la Fusion			13,0x	
<b>Cours avant la Date d'Annonce</b>				
Spot	5,4 €	74,6 €	13,8x	(6%)
CMPV 20 séances	5,8 €	76,5 €	13,3x	(2%)
CMPV 60 séances	6,0 €	77,6 €	13,0x	0%
CMPV 120 séances	5,8 €	76,8 €	13,2x	(1%)
CMPV 180 séances	5,6 €	75,6 €	13,5x	(4%)
CMPV 250 séances	5,7 €	75,9 €	13,4x	(3%)
Min			13,0x	0%
Max			13,8x	(6%)

Source: Bloomberg, analyses Ledouble

Par référence au cours de bourse de Colonial et aux Modalités du Contrat de Liquidité, la parité s'établit entre 13,0x et 13,8x, soit une décote induite par le Rapport d'Échange comprise entre (6)% et 0%.

En synthèse, la mise en œuvre des Modalités du Contrat de Liquidité conduit à une parité comprise entre 11,7x et 14,4x, soit une prime induite par le Rapport d'Échange comprise entre (9)% et 11%.

#### 3.2.3.6. Comparaison du rendement

Colonial et SFL exerçant des activités similaires, l'analyse du poids relatif d'agrégats financiers est adaptée pour estimer la parité entre ces deux sociétés.

S'agissant de deux foncières ayant une politique définie de distribution de dividendes, la parité a été appréciée par une comparaison du résultat net récurrent (« RNR ») 2024 et de la prévision 2025 telle qu'estimée dans le plan d'affaires de SFL et Colonial.

#### Approche de rendement

	Colonial	SFL	Parité	Prime/ (décote)
Parité de la Fusion			13,0x	
RNR 2024	0,3 €	2,8 €	8,6x	52%
RNR 2025e	0,3 €	2,7 €	8,6x	51%

Source: SFL, Colonial, analyses Ledouble

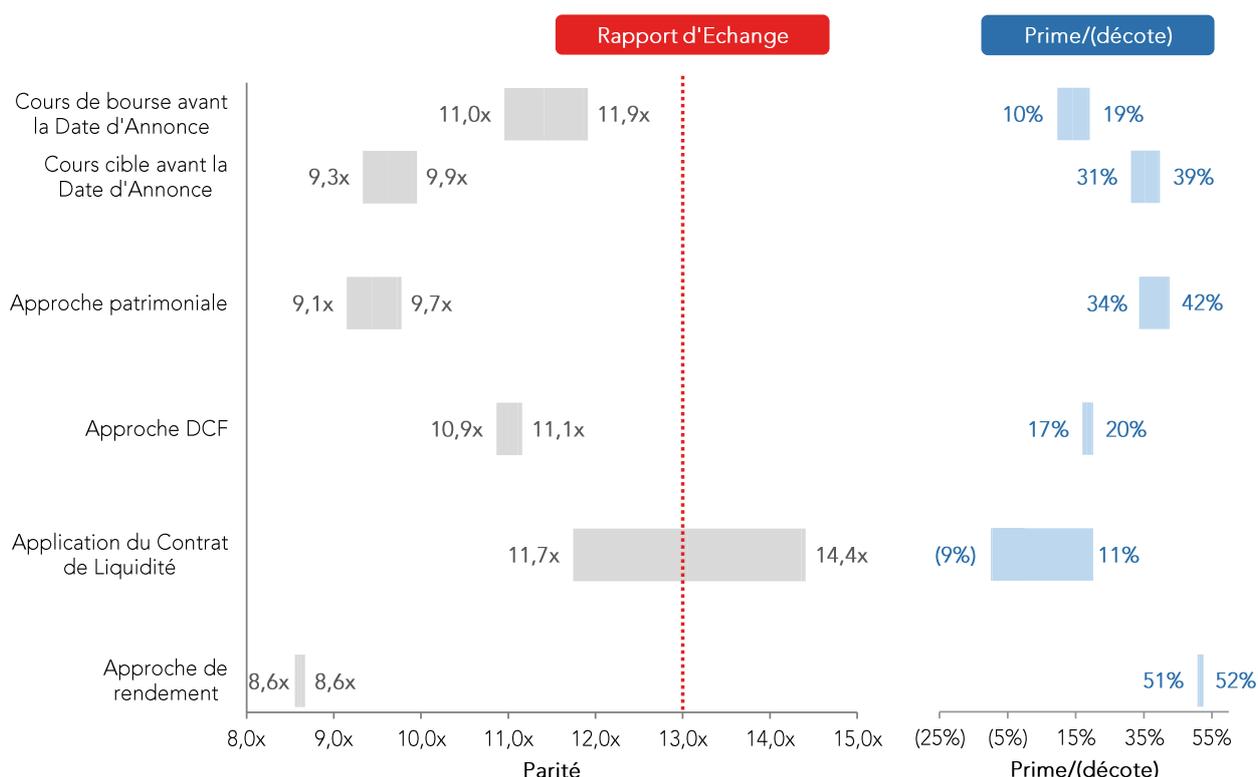
Par référence aux agrégats financiers, la parité est de l'ordre de 8,6x, soit une prime induite par le Rapport d'Échange autour de 51% à 52%.

### 3.2.4. Synthèse sur le Rapport d'Échange

En exécution de la mission, qui m'a été confiée, j'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires pour apprécier le caractère équitable du Rapport d'Échange proposé. Ces diligences ont été définies par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à cette mission.

Pour déterminer le Rapport d'Échange, les parties ont mis en œuvre les méthodes de valorisation décrites ci-avant (§3.1) et concluent que le Rapport d'Échange extériorise une prime sur l'ensemble des critères jugés pertinents.

Les résultats de mes travaux (§3.2), sont repris dans le graphique suivant :



J'observe que le Rapport d'Échange déterminé en comparant des valeurs relatives de SFL et Colonial sur des bases homogènes :

- présente une prime sur les méthodes et les critères de valorisation, décrits à l'annexe 6 du Traité de Fusion, qui sont usuels et adaptés à l'activité ainsi qu'aux caractéristiques respectives de SFL et Colonial ;
- s'inscrit dans le haut de la fourchette des parités issues de l'évaluation multicritère que j'ai menée ;
- extériorise une prime au bénéfice de SFL sur l'essentiel des critères, qui se justifie par l'octroi aux actionnaires minoritaires de SFL de près de 20% des Synergies attendues de la Fusion<sup>46</sup> ;
- est apprécié pour Colonial également en fonction des conséquences favorables de la Fusion pour ses actionnaires (§3.3).

<sup>46</sup> Étant souligné que Colonial va récupérer, du fait de la Fusion, 1,8% du capital de SFL (§1.2.1.1).

La Fusion offre par ailleurs l'opportunité :

- aux actionnaires de SFL de détenir des titres Colonial, plus liquides que les actions SFL ;
- aux actionnaires de Colonial de profiter des objectifs de la Fusion (§1.1) et de bénéficier de l'ensemble des Synergies qui en résulteront.

Sur la base de mes travaux et à la date du présent rapport, je suis d'avis que le Rapport d'Échange, arrêté par les parties, est équitable.

### 3.3. Conséquences de la Fusion pour les actionnaires de Colonial

Afin d'apprécier les conséquences de la Fusion pour les actionnaires de Colonial, j'ai estimé l'impact de celle-ci sur le résultat net par action de Colonial attendu en 2025.

Il en ressort un impact de l'ordre de 1%, les Synergies<sup>47</sup> attendues compensant l'effet dilutif<sup>48</sup> associé à la Fusion.

Sur la base du Rapport d'Échange, la Fusion s'avère donc légèrement relative pour les actionnaires actuels de Colonial.

## 4. Appréciation du caractère approprié et justifié du Prix de Sortie

Conformément aux dispositions légales françaises<sup>49</sup>, les actionnaires de SFL qui auront voté contre la Fusion lors de l'assemblée générale de SFL pourront exercer leur droit de sortie sur les actions SFL au Prix de Sortie.

### 4.1. Présentation des méthodes retenues par les parties

Le Prix de Sortie a été fixé par les parties en menant une évaluation multicritère de l'action SFL fondée sur les méthodes d'évaluation décrites dans l'annexe 6 du Traité de Fusion, soit :

- une **approche transactionnelle** par référence aux Modalités du Contrat de Liquidité appliquées au cours de bourse de Colonial apprécié à la Date de Communication<sup>50</sup>, qui fait ressortir une valeur de l'action SFL comprise entre **74,2 €** et **75,1 €** ;
- une **approche boursière** tenant compte du cours de bourse de SFL à la Date de Communication<sup>51</sup>, qui extériorise une valeur de l'action SFL comprise entre **70,1 €** et **82,0 €** ;
- une **approche analogique** par référence à l'EPRA NTA de SFL au 31 décembre 2024 de **88,0 €**, après prise en compte des décotes d'ANR constatées :
  - sur le marché, sur plus ou moins longue période pour des sociétés comparables, ce qui induit une valeur de l'action SFL comprise entre **51,2 €** et **53,4 €** ;
  - sur des offres publiques initiées en Europe au cours des dernières années sur des foncières de bureaux, ce qui induit une valeur de l'action SFL de **73,2 €**.

<sup>47</sup> Elles permettent de couvrir la prime accordée aux actionnaires de SFL (§3.2.4).

<sup>48</sup> Les actions autodétenues par Colonial seront remises sur le marché.

<sup>49</sup> Article L. 236-40 du Code de commerce.

<sup>50</sup> Cours spot et CMPV 30 jours de bourse.

<sup>51</sup> Cours spot, CMPV 60 et 180 jours de bourse.

## 4.2. Appréciation du Prix de Sortie

### 4.2.1. Méthodes écartées

En l'absence de sociétés cotées strictement comparables à SFL, en termes notamment de taille, de zones d'implantation, de stratégie d'investissement, de qualité des actifs, de structure d'endettement et de rentabilité, nous n'avons pas mis en œuvre d'approche analogique pour évaluer l'action SFL.

### 4.2.2. Méthodes retenues dans le cadre de l'appréciation du Rapport d'Échange

Pour apprécier le Prix de Sortie, je me suis appuyée sur les valeurs relatives de l'action SFL que j'ai jugées pertinentes pour une appréciation autonome de la valeur de SFL, soit :

- le cours de bourse de SFL à court et moyen terme<sup>52</sup> avant la Date d'Annonce (§3.2.3.1) ;
- le cours cible des analystes de SFL avant la Date d'Annonce (§3.2.3.2) ;
- les indicateurs EPRA NTA et EPRA NDV au 31 décembre 2024 publiés et également ajustés de la valeur des frais de structure et des éventuels effets dilutifs associés aux plans d'actions gratuites (§3.2.3.3) ;
- la valorisation intrinsèque de SFL par l'approche DCF (§3.2.3.4) ;
- la moyenne pondérée par les volumes des Transactions SFL 2024 (§3.2.3.5.i).

### 4.2.3. Méthodes complémentaires

#### 4.2.3.1. Cours à la Date de Communication

À titre d'information, pour intégrer dans mon analyse les évolutions récentes du cours de bourse de SFL en dépit des limitations associées à la hausse significative de l'action SFL après la Date d'Annonce (§3.2.2.1), j'ai examiné le cours de bourse de l'action SFL sur les 60 derniers jours de bourse à la Date de Communication.

J'ai néanmoins écarté les moyennes sur une durée plus courte pour limiter l'impact de la hausse du cours, observée sur de faibles volumes échangés, qui anticipait les conditions financières de la Fusion.

#### Cours de bourse à la Date de Communication

18-févr.-25	SFL	Prime/ (décote)
Prix de Sortie	77,5 €	
Spot	82,0 €	(5%)
CMPV 20 séances	81,4 €	(5%)
<b>CMPV 60 séances</b>	<b>77,3 €</b>	<b>0%</b>

Source: Bloomberg, analyses Ledouble

Le cours moyen de l'action SFL sur les 60 derniers jours de bourse à la Date de Communication ressort à 77,3 € en ligne avec le Prix de Sortie.

<sup>52</sup> Cours spot et CMPV sur 20, 60, 120, 180 et 250 jours de bourse.

### 4.2.3.2. Application du Rapport d'Échange

Pour tenir compte du contexte spécifique de la Fusion dans lequel le Prix de Sortie constitue une alternative au Rapport d'Échange, j'ai également estimé la valeur de l'action SFL par transparence avec le Rapport d'Échange appliqué au cours Colonial à court et moyen terme<sup>53</sup> à la Date de Communication, le cours n'ayant pas été affecté par l'annonce de la Fusion (§3.2.2.1).

#### Valeur de SFL induite par le Rapport d'Echange

18-févr.-25	Colonial	SFL	Prime/ (décote)
<b>Prix de Sortie</b>		77,5 €	
Spot	5,5 €	71,4 €	9%
CMPV 20 séances	5,4 €	70,6 €	10%
CMPV 60 séances	5,3 €	68,7 €	13%
CMPV 120 séances	5,6 €	72,6 €	7%
CMPV 180 séances	5,6 €	72,5 €	7%
CMPV 250 séances	5,5 €	71,6 €	8%
<b>Min</b>	<b>5,3 €</b>	<b>68,7 €</b>	<b>13%</b>
<b>Max</b>	<b>5,6 €</b>	<b>72,6 €</b>	<b>7%</b>

Source: Bloomberg, analyses Ledouble

La valeur de l'action SFL induite par le Rapport d'Échange est comprise entre 68,7 € et 72,6 €, soit une prime extériorisée par le Prix de Sortie de 7% à 13%.

### 4.2.3.3. Application du Contrat de Liquidité

J'ai également estimé la valeur de l'action SFL par transparence avec les Modalités du Contrat de Liquidité qui ont permis à certains actionnaires de disposer d'une fenêtre de liquidité récente pour leurs actions SFL.

Les Modalités du Contrat de Liquidité ont été appliquées au cours Colonial à court et moyen terme<sup>54</sup> à la Date de Communication dans la mesure où ce dernier n'a pas été affecté par l'annonce de la Fusion (§3.2.2.1).

#### Valeur de SFL induite par le Contrat de Liquidité

18-févr.-25	Colonial	SFL	Prime/ (décote)
<b>Prix de Sortie</b>		77,5 €	
Spot	5,5 €	75,1 €	3%
CMPV 20 séances	5,4 €	74,8 €	4%
CMPV 60 séances	5,3 €	74,0 €	5%
CMPV 120 séances	5,6 €	75,6 €	3%
CMPV 180 séances	5,6 €	75,5 €	3%
CMPV 250 séances	5,5 €	75,2 €	3%
<b>Min</b>	<b>5,3 €</b>	<b>74,0 €</b>	<b>5%</b>
<b>Max</b>	<b>5,6 €</b>	<b>75,6 €</b>	<b>3%</b>

Source: analyses Ledouble

Les Modalités du Contrat de Liquidité extériorisent une valeur de l'action SFL comprise entre 74,0 € et 75,6 €, soit une prime induite par le Prix de Sortie de 3% à 5%.

<sup>53</sup> Cours spot et CMPV sur 20, 60, 120, 180 et 250 jours de bourse.

<sup>54</sup> Cours spot et CMPV sur 20, 60, 120, 180 et 250 jours de bourse.

### 4.3. Synthèse sur le Prix de Sortie

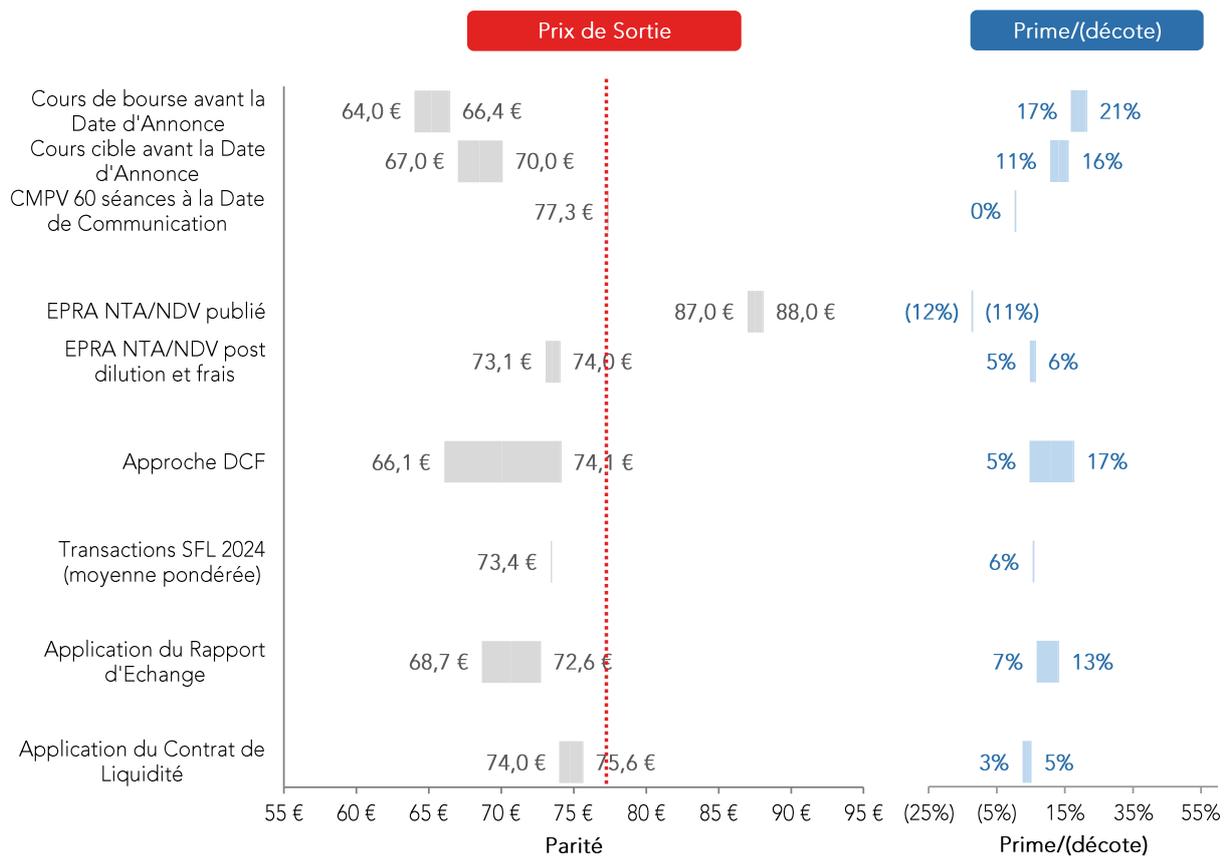
En exécution de la mission qui m'a été confiée, j'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires pour apprécier le caractère approprié et justifié du Prix de Sortie proposé, conformément à :

- > l'Ordonnance ;
- > l'article R. 236-26 du Code de commerce<sup>55</sup> ; et
- > la réglementation espagnole.

Le Prix de Sortie a été fixé par les parties à partir d'une évaluation multicritère de l'action SFL décrite dans l'annexe 6 du Traité de Fusion ; le Prix de Sortie extériorise une prime sur l'ensemble des critères jugés pertinents.

Pour l'examen du Prix de Sortie, je me suis appuyée sur les valeurs relatives de l'action SFL estimées pour l'appréciation du Rapport d'Échange (§4.2.2) que j'ai jugées pertinentes pour une appréciation de la valeur de SFL, complétées d'analyses additionnelles (§4.2.3).

Les résultats de mes travaux (§4.2), sont repris dans le graphique suivant.



<sup>55</sup> Et par renvoi à l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier.

J'observe que le Prix de sortie :

- est en ligne avec le CMPV de SFL calculé sur les 60 derniers jours de bourse à la Date de Communication ;
- extériorise une prime sur la valeur de l'action SFL estimée par transparence avec le Rapport d'Échange ;
- affiche une décote de (11)% à (12)% par rapport à la vision patrimoniale reflétée par les indicateurs EPRA, qui ne peut constituer l'unique critère d'appréciation du Prix de Sortie ;
- extériorise une prime sur tous les autres critères de valorisation de SFL, y compris sur les indicateurs EPRA NTA et NDV corrigés de la valeur des frais de structure nécessaires à l'exploitation ;
- s'inscrit dans le haut des fourchettes de valeurs résultant d'une évaluation multicritère :
  - réalisée par les parties et par mes soins en retenant des méthodes d'évaluation pertinentes et adaptées aux caractéristiques de SFL dans le contexte de la Fusion ;
  - conforme à l'article R. 236-26 du Code de commerce qui prévoit que le Prix de Sortie est le résultat d'une évaluation multicritère effectuée selon des méthodes objectives tenant compte notamment, selon une pondération appropriée, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière et des perspectives d'activité.

Sur la base de mes travaux et à la date du présent rapport, je suis d'avis que le Prix de Sortie, arrêté par les parties, est approprié et justifié dans le contexte de la Fusion.

## 5. Appréciation de la Valeur des Apports

### 5.1. Méthode de la valorisation des apports

Les parties ont convenu d'évaluer les apports sur la base de leur valeur nette comptable (§1.4.1).

À ce titre, j'observe que la méthode de valorisation des apports retenue par les parties, en application de la réglementation espagnole, est identique à celle envisagée par la réglementation comptable française en présence de sociétés sous contrôle commun<sup>56</sup>.

En conséquence, la méthode de valorisation des apports retenue par les parties n'appelle pas d'observation de ma part.

### 5.2. Appréciation de la Valeur des Apports

#### 5.2.1. Réalité des apports

J'ai apprécié la réalité des apports au regard de l'absence d'éléments susceptibles de remettre en cause leur caractère transférable et leur pleine propriété par SFL.

<sup>56</sup> Titre VII du Règlement n° 2023-08 de l'Autorité des Normes Comptables relatif au Plan Comptable Général.

À ce titre :

- les comptes annuels de SFL au 31 décembre 2024 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- SFL dispose des attestations de propriété pour l'ensemble des biens détenus et a confirmé l'absence d'éléments limitant la libre transférabilité des baux ;
- sur la base des travaux de son conseil juridique<sup>57</sup>, SFL s'est assurée de l'absence d'éléments limitant la libre transférabilité des contrats de financement ;
- l'article 7.3 du Traité de Fusion prévoit que :
  - la Société Absorbante sera subrogée dans tous les droits et actions de la Société Absorbée à l'encontre des locataires ;
  - SFL confirme que l'ensemble de ses biens immobiliers sont libres de tout privilège ou hypothèque ;
- l'article 9 du Traité de Fusion précise que SFL déclare et garantit :
  - qu'à la date du Traité de Fusion, elle détient, et qu'à la Date de Réalisation, elle détiendra, l'intégralité des droits de propriété sur les actifs transférés ;
  - que ces actifs ne sont grevés d'aucune inscription, privilège, hypothèque, nantissement ou autre restriction ;
  - que l'apport de ces actifs n'est soumis à aucune autorisation ou approbation, et que si celle-ci était requise pour permettre le transfert des actifs ou des contrats, elle aura été dûment obtenue à la Date de Réalisation.

Le patrimoine transféré sera constitué des éléments d'actifs et de passifs constitutifs de l'Actif Net Apporté Définitif tels qu'ils existeront à la Date de Réalisation.

### 5.2.2. Valeur individuelle des apports

La Date d'Effet Comptable étant postérieure à la date de signature du Traité de Fusion, les actifs apportés et les passifs pris en charge y sont décrits de manière provisoire sur la base des comptes de SFL au 31 décembre 2024 ; la réglementation espagnole ne prévoit pas l'établissement d'un bilan estimé à la Date d'Effet Comptable.

Dès lors, je ne suis pas en mesure d'apprécier les modalités d'estimation de la valeur individuelle des actifs apportés et des passifs transmis à la Date d'Effet Comptable.

### 5.2.3. Valeur globale des apports

Mon appréciation de la valeur globale des apports de 1.023.388.973 € (§1.4.3.1), qui correspond à l'Actif Net Apporté Provisoire, se fonde sur les diligences réalisées sur le Prix de Sortie (§4.2).

L'Actif Net Apporté Provisoire par action, après prise en compte du Nombre d'Actions Dilué SFL, est de **23,8 €**, soit un montant en net retrait par rapport à la fourchette des valeurs réelles de l'action SFL<sup>58</sup> (§4.3).

<sup>57</sup> Herbert Smith Freehills.

<sup>58</sup> Dont le minimum est de 64 €.

**Actif Net Apporté Provisoire par action**

€	
Actif Net Apporté Provisoire	1 023 388 973
Nombre d'Actions Dilués SFL	43 075 739
<b>€/action</b>	<b>23,8 €</b>

Source: analyses Ledouble

Dès lors, la Valeur des Apports est confortée par mes travaux d'évaluation et ceux menés par les parties (§4.1).

### 5.3. Synthèse sur la Valeur des Apports

En application de la réglementation comptable espagnole, les apports sont évalués sur la base de leur valeur nette comptable (§1.4.1).

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires concernant la réalité des apports au regard de l'absence d'éléments susceptibles de remettre en cause leur caractère transférable, étant précisé que la structure du patrimoine définitivement transmis ne sera connue qu'à la Date d'Effet Comptable, après établissement par les parties de l'Actif Net Apporté Définitif (§5.2.1).

La valeur individuelle des apports à la Date d'Effet Comptable n'a pas été estimée par les parties, cette information n'étant pas requise par la réglementation espagnole (§5.2.2). Dès lors, je ne porte pas d'appréciation sur la valeur individuelle des apports.

La valeur globale des apports est confortée par l'évaluation multicritère mise en œuvre par les parties et les résultats de mes propres analyses (§5.2.3).

**Sur la base de mes travaux et à la date du présent rapport, je suis d'avis que la Valeur des Apports s'élevant à 1.023.388.973 € n'est globalement pas surévaluée.**

Les apports seront rémunérés par l'attribution d'actions Colonial autodétenues ; la Fusion n'entraînera donc pas d'augmentation du capital de Colonial.

Dès lors, la confirmation prévue par l'Ordonnance que la Valeur des Apports serait au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la Société Bénéficiaire devient sans objet.

## 6. Appréciation des garanties offertes aux créanciers de SFL et de Colonial

L'article 5.5 du Traité de Fusion précise :

- qu'il n'est pas prévu que la Fusion ait un impact sur les créanciers des sociétés fusionnées, hormis le fait que les créanciers de SFL deviendront des créanciers de Colonial et l'intégration de l'actif et du passif de SFL dans Colonial par succession universelle ; et
- qu'il n'a pas été jugé nécessaire de prévoir une garantie dans le cadre de la Fusion ou d'adopter des mesures de protection ou des garanties supplémentaires en faveur des créanciers.

Dans ce contexte, l'absence de garanties en faveur des créanciers de Colonial et de SFL n'appelle pas d'observation de ma part.

## 7. Conclusion

Sur la base de mes travaux et à la date du présent rapport, je suis d'avis que :

- le Rapport d'Échange de 13 actions ordinaires Colonial pour 1 action SFL est justifié à partir de méthodes d'évaluation appropriées dans le contexte de la Fusion et est équitable (§3.2.4) ;
- le Prix de Sortie de 77,5 € par action, coupon attaché, est approprié et justifié dans le contexte de la Fusion (§4.3) ;
- la Valeur globale des Apports s'élevant à 1.023.388.973 € n'est pas surévaluée (§5.3)<sup>59</sup>.

Fait à Paris, le 6 mars 2025

Le commissaire à la fusion,

Signé par :  
  
65099843B4B945F...  
Agnès PINIOT

Expert près la Cour d'Appel de Paris  
Commissaire aux comptes  
Membre de la Compagnie Régionale de Paris

Présidente et associée de Ledouble SAS

---

<sup>59</sup> Les apports seront rémunérés par l'attribution d'actions Colonial autodétenues ; la fusion n'entraînera donc pas d'augmentation du capital de Colonial. Dès lors, la confirmation prévue par l'Ordonnance que la Valeur des Apports serait au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la Société Bénéficiaire devient sans objet.