

A l'attention de M. Jean Laurent

Covivio
30 avenue Kléber
75116 Paris

Paris, le 19 novembre 2021

Confidentiel

Objet : Expertise indépendante sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre reçue sur les titres SCI Federimmo et SCI 11 place de l'Europe

Monsieur,

Dans le cadre du conseil d'administration du 25 novembre 2021, vous trouverez ci-après nos conclusions relatives au caractère équitable des conditions financières de l'offre reçue de la part de Crédit Agricole Assurances le 15 novembre 2021 sur les titres détenus par Covivio dans les *SCI Federimmo* et *11 place de l'Europe*.

1. Contexte de la mission confiée à Accuracy

Dans le cadre de la gestion active de son portefeuille immobilier, le Groupe envisage la cession des titres qu'il détient dans deux SCI (ci-après « **l'Opération** »), la *SCI Federimmo* et la *SCI 11 Place de l'Europe* (ci-après « **les SCI** »).

- La *SCI Federimmo* détient un immeuble de bureaux (ci-après « Carré Suffren ») d'environ 25 000 m², situé dans le 15^{ème} arrondissement à Paris.
- La *SCI 11 place de l'Europe* détient un ensemble immobilier à Vélizy (ci-après « Vélizy ») d'environ 33 000 m² dont le groupe Eiffage est l'unique locataire.

Covivio détient indirectement 60 % des titres de la *SCI Federimmo* et directement 50,1 % des titres de la *SCI 11 place de l'Europe*. Le solde est détenu par *Crédit Agricole Assurances*, également actionnaire du Groupe.

En réponse à l'intention de Covivio de céder les titres de la *SCI Federimmo*, *Crédit Agricole Assurances* a exercé son droit contractuel de première offre, tel que prévu dans le pacte d'actionnaires en date du 14 décembre 2004, tel que modifié par un avenant le 30 octobre 2017. Ainsi, une lettre d'offre ferme a été soumise par *Crédit Agricole Assurances* le 15 novembre 2021 (ci-après « **l'Offre** »), détaillant la formule de calcul du Prix de Cession Offert par ce dernier.

La lettre d'offre ferme contient également une offre d'acquisition de la participation de Covivio dans la *SCI 11 place de l'Europe*, selon des modalités identiques.

C'est dans ce contexte et pour des raisons de bonne gouvernance (*Crédit Agricole Assurances* agissant en tant qu'actionnaire et membre du conseil d'administration du Groupe) qu'Accuracy a été mandaté le 4 novembre 2021, en tant qu'expert indépendant, afin de fournir une opinion indépendante sur le caractère équitable des conditions financières de l'Opération, auprès du conseil d'administration du Groupe.

2. Synthèse des analyses réalisées

2.1. Estimation de la valeur des SCI

S'agissant des méthodes d'évaluation, l'activité de foncière des deux SCI nous conduit à privilégier l'approche patrimoniale, fondée sur la méthode de l'actif net réévalué (ANR), pour estimer la valeur des titres des SCI. Cette méthode est traditionnellement considérée comme la plus pertinente pour les sociétés détenant des actifs immobiliers.

Afin de proposer des définitions homogènes applicables aux foncières européennes cotées, l'association professionnelle EPRA (*European Public Real-Estate Association*) publie et met à jour régulièrement des normes et des règles de calcul qui sont appliquées par la plupart des foncières cotées européennes (dont *Covivio*) et qui font donc référence.

Ainsi, concernant le calcul de l'ANR, l'EPRA propose trois calculs de référence, qui correspondent à des contextes d'évaluation et donc des besoins d'analyse de la valeur spécifiques :

- L'ANR NDV (*Net Disposal Value*) correspond à une situation de liquidation rapide des actifs détenus par la société sur le marché. Cette définition reflète donc une valeur des titres plancher dans la mesure où elle a pour objectif de représenter la valeur pour les actionnaires dans le cadre d'une vente des actifs rapide et ordonnée, où, par exemple, l'intégralité des passifs afférents aux droits de mutation, aux impôts différés, aux instruments financiers et à certains autres ajustements sont pris en compte en écartant toute optimisation fiscale.
- A l'autre extrême, l'ANR NRV (*Net Reinvestment Value*) vise à mettre en évidence la valeur des actifs nets à long terme et à représenter la valeur nécessaire pour reconstituer l'entité en faisant l'hypothèse d'une absence totale de cessions d'actifs. Cette définition ignore donc l'essentiel des passifs fiscaux latents (notamment liés à la plus-value sur les actifs) de la société et constitue donc un plafond pour la valeur des titres.
- Enfin, l'ANR NTA (*Net Tangible Assets*) est la définition la plus proche de l'ANR généralement retenu dans le contexte d'une transaction.

Dans un premier temps, nous avons analysé les conditions financières de l'Opération en comparant le Prix de Cession Offert (tel que défini dans la lettre d'offre en date du 15 novembre 2021) aux trois ANR de référence (ci-dessus) définis par l'EPRA.

Enfin, nous avons calculé un quatrième ANR des deux SCI sur la base d'une définition de l'ANR que nous estimons être la plus proche de la pratique de marché, définition fondée sur notre expérience sectorielle en la matière (ci-après l'**ANR « de marché »**).

En synthèse et de notre point de vue, les définitions de la NDV (*Net Disposal Value*) et la NRV (*Net Reinvestment Value*) aboutissent à la détermination de valeurs théoriques ne correspondant pas à une valeur de transaction.

Ainsi, l'ANR défini par l'EPRA et se rapprochant le plus des conditions d'une transaction de marché est l'ANR NTA. Comparé à celui-ci, l'ANR « de marché » intègre l'impact défavorable de la valeur de marché des instruments de couverture sur le prix des titres des SCI et élimine les non-valeurs. Ces deux ajustements reflètent la pratique de marché

2.2. Conclusion sur la valeur des titres des SCI

Selon la définition de l'ANR « de marché », les valeurs des titres de chacune des SCI (à 100%) s'établissent à 230,0 m€ pour la *SCI Federimmo* et à 75,8 m€ pour la *SCI 11 place de l'Europe*, soit un total de 305,8 m€.

Ainsi, la prime induite par le Prix de Cession Offert sur l'ANR ressort à +6,7%, pour une valeur totale des titres des SCI à 100% évaluée à 305,8 m€.

SCI Federimmo et SCI 11 place de l'Europe

en m€	Prix de Cession	ANR "de marché"	Définition EPRA		
			NDV	NTA	NRV
Titres des SCI à 100%	326,3	305,8	244,5	309,3	363,2
<i>Ecart</i>	<i>n.a.</i>	6,7 %	33,5 %	5,5 %	(10,1)%

2.3. Autres éléments à considérer

Nous nous sommes également efforcés d'apprécier les autres éléments relatifs à l'Opération et dont la valeur ne peut être déterminée de manière précise.

Tout d'abord, les garanties de passif requises par l'acquéreur nous semblent être en ligne avec les pratiques de marché en la matière.

Par ailleurs, l'Opération permet à *Covivio* de céder deux actifs avec une localisation et des caractéristiques différentes dans le cadre d'une seule et même transaction.

- *Crédit Agricole Assurances* est l'investisseur le plus susceptible de formuler rapidement une offre d'acquisition sur les deux SCI en même temps, du fait de sa position actuelle d'actionnaire minoritaire des deux sociétés cibles.
- Sa connaissance des actifs (étant déjà actionnaire) devrait permettre d'une part de réaliser l'Opération selon un calendrier raccourci (et ainsi respecter certaines contraintes du Groupe d'ici la fin de l'exercice 2021) et d'autre part de limiter le risque d'exécution de la transaction.
- Enfin, la cession à l'autre actionnaire des SCI entraîne une économie sur certains coûts normalement associés à une transaction (honoraires de conseil et de brokers notamment).

3. Conclusion

Sur la base de l'ensemble des éléments d'appréciation décrits précédemment, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Veillez agréer, cher Monsieur, l'expression de nos sentiments respectueux.

Pour Accuracy,

Henri Philippe
Associé



Nicolas Paillot de Montabert
Associé

