

PROJET DE NOTE

**ETABLI PAR
SOFIBUS PATRIMOINE SA**



**EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA
SOCIETE SOFIBUS PATRIMOINE SA**

**INITIEE PAR LA SOCIETE
SEGRO FRANCE SA**

SEGRO



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 17 février 2021, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application de l'article L.433-4 II du Code monétaire et financier et des article 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, SEGRO France SA a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Sofibus Patrimoine SA non apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues de Sofibus Patrimoine SA), moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre, soit 313,71 euros par action Sofibus Patrimoine SA, nette de tous frais.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Sofibus Patrimoine SA (www.sofibus.fr), et est mis gratuitement à la disposition du public au siège de Sofibus Patrimoine SA (43 rue Taitbout, 75009 Paris).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Sofibus Patrimoine requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

Pages

1	PRESENTATION DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE PRESENTEE PAR SEGRO FRANCE SA.....	4
1.1	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.2	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	5
1.3	MODALITES D'ACQUISITION DU BLOC DE CONTROLE PAR L'ACQUEREUR.....	6
1.3.1	<i>Acquisition du Bloc de Contrôle.....</i>	6
1.3.1.1	<i>Acquisition de la Participation du Concert.....</i>	7
1.3.1.2	<i>Acquisition de participations additionnelles auprès d'actionnaires minoritaires de la Société</i>	8
1.3.2	<i>Engagements résultant du Contrat d'Acquisition Concert Hors Succession, du Contrat d'Acquisition Succession Hottinguer, du Contrat d'Acquisition Bowdler-Raynar et du Contrat d'Acquisition Groupe Minoritaire</i>	9
2	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	10
3	DECISIONS ET AVIS MOTIVES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION RELATIFS A L'OFFRE	12
4	INTENTION DE SOFIBUS PATRIMOINE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	21
5	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SOFIBUS PATRIMOINE	22
6	EXISTENCE DE LIENS ENTRE LA SOCIETE ET L'INITIATEUR	23
7	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	24
7.1	ACCORD CONCLU ENTRE LA SOCIETE ET OCEPRO	24
7.2	AUTRES ACCORDS DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE	24
8	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE	25
8.1	REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE	25
8.2	RESTRICTION A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS DE LA SOCIETE, CLAUSES PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE	26
8.3	PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE	26
8.4	LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX.....	27
8.5	MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	27
8.6	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE.....	27
8.7	COMPOSITION DES ORGANES SOCIAUX ET DE DIRECTION DE SOFIBUS PATRIMOINE	27
8.8	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	28
8.9	REGLES APPLICABLES A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE	28
8.10	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D' ACTIONS	28
8.11	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE	29
8.12	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIES S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE	29

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

9	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT SOFIBUS PATRIMOINE	31
10	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPOSE	32

1 PRESENTATION DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE PRESENTEE PAR SEGRO FRANCE SA

1.1 Rappel des conditions de l'Offre

La société SEGRO France est une société anonyme de droit français, au capital de 102.735.964 euros, ayant son siège social sis 20 rue Brunel, 75017 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 722 053 691 RCS Paris (« **SEGRO France** » ou l'« **Initiateur** »).

Sofibus Patrimoine SA est une société anonyme au capital de 15.000.000 euros, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 692.044.381 RCS Paris, dont le siège social est sis 43 rue Taitbout, 75009 Paris, France (« **Sofibus Patrimoine** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (Compartiment B), sous le code ISIN FR0000038804 et sous le mnémonique « SFBS ».

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13, 233-1, 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF le 17 février 2021 un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de Sofibus Patrimoine (l'« **Offre** »).

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du projet de note d'information de l'Initiateur, à l'exception des actions auto-détenues par Sofibus Patrimoine (soit 535 actions au jour du projet de note d'information de l'Initiateur¹), soit 42.128² actions de la Société représentant 5,54%³ de son capital et 6,64% de ses droits de vote à la date du projet de d'information de l'Initiateur⁴.

L'Offre sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

Le prix de l'Offre est de 313,71 euros par action Sofibus Patrimoine.

L'Offre fait suite à la réalisation, les 16 et 17 décembre 2020, de différentes acquisitions par l'Initiateur, dans les conditions décrites à la Section 1.3 ci-après, de 569.379 actions Sofibus Patrimoine, représentant 74,89% du capital et 74,13%⁵ des droits de vote de la Société (soit 74,95%⁶ de ce capital et 74,19% de ces droits de vote déduction faite des actions auto-détenues).

L'Initiateur détient à la date du projet de note d'information de l'Initiateur 717.596 actions Sofibus Patrimoine représentant 94,39% du capital et 93,36%⁷ des droits de vote de la Société (soit 94,45%⁸ de ce capital et

¹ A la connaissance de la Société au 31 janvier 2021 le nombre d'actions auto-détenues s'élevait à 535.

² Soit : un total de 760.259 actions composant le capital de la Société *moins* 717.596 actions détenues par l'Initiateur *moins* 535 actions auto-détenues.

³ Calcul effectué conformément au mode de calcul préconisé par l'article 223-11 du règlement général de l'AMF qui précise que le nombre total de droit de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

⁴ Ces pourcentages (soit 5,54% du capital et 6,64% des droits de vote) restent identiques après déduction des actions auto-détenues.

⁵ Calcul effectué conformément au mode de calcul préconisé par l'article 223-11 du règlement général de l'AMF qui précise que le nombre total de droit de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

⁶ Sur la base de 535 actions auto-détenues au 16 décembre 2020.

⁷ Calcul effectué conformément au mode de calcul préconisé par l'article 223-11 du règlement général de l'AMF qui précise que le nombre total de droit de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

⁸ Sur la base de 535 actions auto-détenues.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

93,42% de ces droits de vote déduction faite des actions auto-détenues).⁹

L'Offre revêt donc un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et notamment de son article 233-1, 2°.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext publieront des avis annonçant le calendrier de l'Offre.

En application de l'article L.433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, SEGRO France a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Sofibus Patrimoine visées par l'Offre qui n'auraient pas été apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit 313,71 euros par action, nette de tous frais.

Lazard Frères Banque (« **Lazard** ») agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF le 17 février 2021, et garanti, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les actions Sofibus Patrimoine détenues sous la forme nominative pure devront être converties au nominatif administré ou au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les propriétaires d'actions Sofibus Patrimoine inscrites au nominatif pur devront, dans les plus brefs délais, demander la conversion de leurs actions Sofibus Patrimoine au nominatif administré ou au porteur chez un intermédiaire habilité. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif pourrait entraîner la perte pour ces actionnaires d'avantages liés à la détention de leurs titres sous la forme nominative.

Les actionnaires de Sofibus Patrimoine souhaitant apporter leurs titres à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier (banque, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

L'Initiateur a acquis, les 16 et 17 décembre 2020, 569.379 actions Sofibus Patrimoine, représentant 74,89% du capital et 74,13%¹⁰ des droits de vote de la Société (soit 74,95%¹¹ de ce capital et 74,19% de ces droits de vote déduction faite des actions auto-détenues).

Les actions de Sofibus Patrimoine étant admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment B), SEGRO France a déposé une offre publique d'achat simplifiée pour la totalité des actions de Sofibus Patrimoine non détenues, directement ou indirectement, par SEGRO France, à l'exception des actions auto-détenues (soit 535 actions Sofibus Patrimoine à la date du Projet de Note en Réponse) au prix de 313,71 euros par actions, auprès de l'AMF en application des articles 233-1 et 234-2 du règlement général de l'AMF.

Le projet de note d'information de l'Initiateur a été déposé auprès de l'AMF le 17 février 2021.

⁹ Il est précisé que l'Initiateur avait acquis le 16 janvier 2018, 148.217 actions Sofibus Patrimoine représentant 19,50% du capital de Sofibus Patrimoine et 19,25% de ses droits de vote (pourcentages calculés au 30 juin 2020).

¹⁰ Calcul effectué conformément au mode de calcul préconisé par l'article 223-11 du règlement général de l'AMF qui précise que le nombre total de droit de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

¹¹ Sur la base de 535 actions auto-détenues au 16 décembre 2020.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

En application 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, et sous réserve de la décision de conformité de l'AMF sur le projet d'Offre et le projet de note d'information de l'Initiateur, les actions Sofibus Patrimoine détenues par les actionnaires minoritaires de Sofibus Patrimoine ne représentant pas plus de 10% du capital et des droits de vote de Sofibus Patrimoine, SEGRO France a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Sofibus Patrimoine non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre, soit 313,71 euros par action Sofibus Patrimoine. Il est précisé que cette procédure de retrait obligatoire sera immédiatement suivie d'une demande de radiation des actions Sofibus Patrimoine du marché réglementé Euronext Paris.

Il est également précisé que cette procédure de retrait obligatoire sera mise en œuvre peu importe les résultats de l'Offre, sous réserve de la décision de conformité de l'AMF sur le projet d'Offre et le projet de note d'information de l'Initiateur, dans la mesure où, à la date du projet de note d'information de l'Initiateur, les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire, prévues par l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et les articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, sont d'ores et déjà réunies.

L'Initiateur est détenu au plus haut niveau par la société SEGRO plc, une société de droit britannique, immatriculée auprès du *Companies House* sous le numéro 167591, dont le siège social est sis 1 New Burlington Place, W1S 2HR Londres, Angleterre, Royaume-Uni et dont les titres sont admis à la négociation sur les marchés réglementés London Stock Exchange (LSE) et Euronext Paris.¹²

En application de l'article 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF, dans les conditions décrites à la Section 3 « Décisions et avis motivés du conseil d'administration », le conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Accuracy, représenté par M. Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant dans le cadre de cette Offre. Le rapport du cabinet Accuracy est reproduit ci-après en Annexe 1.

1.3 Modalités d'acquisition du Bloc de Contrôle par l'Acquéreur

1.3.1 Acquisition du Bloc de Contrôle

En vertu de quatre contrats de cession et d'acquisition d'actions distincts signés le 14 décembre 2020, à savoir :

- le Contrat d'Acquisition Succession Hottinguer et le Contrat d'Acquisition Concert Hors Succession (formant ensemble le « **Contrat d'Acquisition Participation du Concert** ») ;
- le Contrat d'Acquisition Bowdler-Raynar ; et,
- le Contrat d'Acquisition Groupe Minoritaire

(tels que ces termes sont définis ci-dessous)

SEGRO France a réalisé les acquisitions au titre du Contrat d'Acquisition Participation du Concert et du Contrat d'Acquisition Bowdler-Raynar le 16 décembre 2020 (la « **Date de Cession** ») et celles au titre du Contrat d'Acquisition Groupe Minoritaire le 17 décembre 2020, représentant l'acquisition d'un total de 569.379 actions

¹² SEGRO France est détenue directement à 100% de son capital par SEGRO Holdings France SAS (à l'exception d'une action de SEGRO France détenue par une autre personne pour se conformer aux obligations de l'article L.225-1 du Code de commerce qui requiert un minimum de deux actionnaires) qui est elle-même détenue à 100% de son capital directement par SEGRO plc.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Sofibus Patrimoine, représentant 74,89% du capital et 74,13%¹³ des droits de votes de la Société ainsi qu'il est présenté ci-après (le « **Bloc de Contrôle** »).

1.3.1.1 Acquisition de la Participation du Concert

En vertu de deux contrats de cession et d'acquisition d'actions, de droit français, chacun intitulé « Contrat de cession et d'acquisition », signés le 14 décembre 2020, et listés ci-dessous :

- un « Contrat de cession et d'acquisition » entre SEGRO France (en qualité d'acquéreur), d'une part, et chacun des membres du Concert Hottinguer (à l'exclusion de la Succession Hottinguer), à savoir Messieurs Paul et Frédéric Hottinguer, Hottinger Participations Françaises BV, Omnium de Conseil et de Promotion SAS (OCEPRO), Société de Placements et de Participations Françaises SARL (SOPLACO), Financière Hottinguer SAS et Hériot NV (en qualité de cédants), d'autre part (le « **Contrat d'Acquisition Concert Hors Succession** »),
- un « Contrat de cession et d'acquisition » entre SEGRO France (en qualité d'acquéreur), d'une part, et la Succession Hottinguer (en qualité de cédant), d'autre part (le « **Contrat d'Acquisition Succession Hottinguer** »)

(formant ensemble le **Contrat d'Acquisition Participation du Concert**)

SEGRO France s'est engagé à acquérir et chacun des membres du Concert Hottinguer s'est engagé à céder un total de 427.910 actions Sofibus Patrimoine représentant 56,28% de la Société et 55,77% de ses droits de vote (la « **Participation du Concert** »).

L'acquisition de la Participation du Concert a été réalisée à la Date de Cession, date à laquelle SEGRO France a acquis la Participation du Concert.

Le prix unitaire des actions composant la Participation du Concert s'élève à 313,71 euros, soit un montant total de 134.239.646,10 euros. Il est précisé que le Contrat d'Acquisition Participation du Concert ne prévoit aucun mécanisme d'ajustement du prix. Le prix payé par SEGRO France pour l'acquisition de la Participation du Concert est donc ferme et définitif.

Il est précisé que l'acquisition de la Participation du Concert par SEGRO France à la Date de Cession a été précédée d'une offre émise par SEGRO France à chacun des membres du Concert Hottinguer le 11 décembre 2020, soumise à un certain nombre de conditions à réaliser au plus tard le 14 décembre 2020, parmi lesquelles la signature d'un avenant de résiliation du pacte d'actionnaires liant l'ensemble des membres du Concert Hottinguer conclu le 11 décembre 2013 (modifié par avenant en date du 11 décembre 2018).

Le tableau ci-dessous récapitule le nombre d'actions Sofibus Patrimoine cédées à l'Initiateur par chacun des membres du Concert Hottinguer à la Date de Cession, ainsi que le prix de cession payé à chacun des membres du Concert Hottinguer conformément au Contrat d'Acquisition Participation Concert :

¹³ Calcul effectué conformément au mode de calcul préconisé par l'article 223-11 du règlement général de l'AMF qui précise que le nombre total de droit de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

Concert Hottinguer	Actions Sofibus Patrimoine cédées	Prix payé à la Date de Cession (en €) (313,71€ / action)
Monsieur Paul Hottinguer	186.637	58.549.893,27 €
Monsieur Frédéric Hottinguer	2.386	748.512,06 €
Succession Hottinguer	5.132 ¹⁴	1.609.959,72 €
Hottinguer Participations Françaises BV	169.448	53.157.532,08 €
Omnium de Conseil et de Promotion SAS (OCEPRO)	12.939	4.059.093,69 €
Société de Placements et de Conseils SAS (SOPLACO)	14.373	4.508.953,83 €
Financière Hottinguer SAS	12.292	3.856.123,32 €
Hériot NV	24.703	7.749.578,13 €
Total	427.910	134.239.646,10 €

1.3.1.2 Acquisition de participations additionnelles auprès d'actionnaires minoritaires de la Société

- Acquisition de la participation détenue par Mme Véronique Bowdler-Raynar

En vertu d'un contrat de cession et d'acquisition d'actions de droit français intitulé « Contrat de cession et d'acquisition » (le « **Contrat d'Acquisition Bowdler-Raynar** »), conclu le 14 décembre 2020 entre SEGRO France (en qualité d'acquéreur), d'une part, et Madame Véronique Bowdler-Raynar (en qualité de cédante), d'autre part, SEGRO France s'est engagée à acquérir et Madame Véronique Bowdler-Raynar s'est engagée à céder, 69.192 actions Sofibus Patrimoine représentant 9,10% du capital de la Société et 8,98% de ses droits de vote (la « **Participation Bowdler-Raynar** »).

L'acquisition de la Participation Bowdler-Raynar a été réalisée à la Date de Cession, date à laquelle SEGRO France a acquis la Participation Bowdler-Raynar.

Le prix unitaire des actions composant la Participation Bowdler-Raynar s'élève à 313,71 euros, soit un montant total de 21.706.222,32 euros. Il est précisé que le Contrat d'Acquisition Bowdler-Raynar ne prévoit aucun mécanisme d'ajustement du prix. Le prix payé pour l'acquisition de la Participation Bowdler-Raynar par SEGRO France est donc ferme et définitif.

- Acquisition de la participation détenue par le Groupe Minoritaire

En vertu d'un contrat de cession et d'acquisition d'actions de droit français intitulé « Contrat de cession et d'acquisition » (le « **Contrat d'Acquisition Groupe Minoritaire** »), conclu le 14 décembre entre SEGRO France (en qualité d'acquéreur), d'une part, et un groupe d'actionnaires minoritaires de Sofibus Patrimoine (agissant en qualité de cédants), à savoir Monsieur Jean-Philippe Hottinguer, Grand Port Investment Ltd, Monsieur Jean-Conrad Hottinguer, Monsieur Emmanuel Hottinguer, Madame Elisabeth Hottinguer, Monsieur François-Xavier Hottinguer et la Fondation Aesculapia Research (le « **Groupe Minoritaire** »), SEGRO France s'est engagé à acquérir et le Groupe Minoritaire s'est engagé à céder un total de 77.277 actions Sofibus Patrimoine représentant 9,51% du capital de la Société et 9,38% de ses droits de vote (la « **Participation Minoritaire** »).

¹⁴ 5.132 actions Sofibus Patrimoine sur les 5.161 détenues par la Succession Hottinguer ont été cédées à SEGRO France.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

L'acquisition de la Participation du Groupe Minoritaire a été réalisée le 17 décembre 2020, date à laquelle SEGRO France a acquis la Participation Minoritaire.

Le prix unitaire des actions composant la Participation Minoritaire s'élève à 313,71 euros, soit un montant total de 22.674.017,67 euros. Il est précisé que le Contrat d'Acquisition Groupe Minoritaire prévoyait un mécanisme d'ajustement du prix d'acquisition de la Participation Minoritaire aux termes duquel, dans l'hypothèse où le prix par action Sofibus Patrimoine payé par SEGRO France dans le cadre de l'acquisition de la Participation du Concert et/ou de la Participation Bowdler-Raynar serait supérieur à 313,71 euros, le prix par action Sofibus Patrimoine payé par SEGRO France au Groupe Minoritaire serait ajusté à la hausse à l'euro l'euro pour être identique à celui payé pour l'acquisition de la Participation du Concert et/ou de la Participation Bowdler-Raynar. L'acquisition de la Participation du Concert, de la Participation Bowdler-Raynar et de la Participation Minoritaire s'étant faite à un prix par action Sofibus Patrimoine identique (soit 313,71 euros par action), ce mécanisme d'ajustement de prix n'a pas été mis en œuvre. Le prix payé pour l'acquisition de la Participation Minoritaire est donc ferme et définitif.

Il est précisé qu'aucun actionnaire membre du Groupe Minoritaire ne possédait, seul, directement ou indirectement, plus de 5% du capital ou des droits de votes de Sofibus Patrimoine.

Le tableau ci-dessous récapitule le nombre d'actions Sofibus Patrimoine cédées à l'Initiateur par chacun des membres du Groupe Minoritaire le 17 décembre 2020, ainsi que le prix de cession payé à chacun des membres du Groupe Minoritaire conformément au Contrat d'Acquisition Groupe Minoritaire :

Groupe Minoritaire	Actions Sofibus Patrimoine cédées	Prix payé le 17 décembre 2020 (en €) (313,71€ / action)
Monsieur Jean-Philippe Hottinguer	5.005	1.570.118,55 €
Monsieur Jean-Conrad Hottinguer	10	3.137,10 €
Monsieur Emmanuel Hottinguer	10	3.137,10 €
Madame Elizabeth Hottinguer	5	1.568,55 €
Monsieur François-Xavier Hottinguer	31.223	9.794.967,33 €
Fondation Aesculapia Research	9.804	3.075.612,84 €
Grand Port Investment Ltd.	26.220	8.225.476,20 €
Total	72.277	22.674.017,67 €

1.3.2 Engagements résultant du Contrat d'Acquisition Concert Hors Succession, du Contrat d'Acquisition Succession Hottinguer, du Contrat d'Acquisition Bowdler-Raynar et du Contrat d'Acquisition Groupe Minoritaire

Le Contrat d'Acquisition Concert Hors Succession, le Contrat d'Acquisition Succession Hottinguer, le Contrat d'Acquisition Bowdler-Raynar et le Contrat d'Acquisition Groupe Minoritaire ne contiennent pas d'engagements particuliers de la part du Concert Hottinguer, de Mme Véronique Bowdler-Raynar et/ou du Groupe Minoritaire.

2 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des articles 261-1, 1°, 1°, 2° et 4° et 261-1-1, 1° du règlement général de l'AMF, et dans les conditions décrites à la Section 3 « Décisions et avis motivés du conseil d'administration relatifs à l'Offre », le conseil d'administration de la Société en date du 18 décembre 2020 a délégué au Directeur Général Délégué de la Société le soin de procéder à la désignation de l'expert indépendant, sous réserve de l'absence d'opposition du Collège de l'AMF. Le Directeur Général Délégué de la Société a ainsi sélectionné le 5 janvier 2021, le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe (ci-après « **Accuracy** »), en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, sous réserve de l'absence d'opposition du Collège de l'AMF.

Le Collège de l'AMF du 19 janvier 2021 ne s'étant pas opposé à la désignation du cabinet Accuracy, ce dernier a été nommé expert indépendant avec effet à cette date. Le conseil d'administration de la Société a ratifié la désignation de l'expert indépendant, à la suite de la décision de non-opposition par l'AMF à la désignation du cabinet Accuracy, dans sa réunion du 8 février 2021.

Les conclusions du rapport du cabinet Accuracy, agissant en qualité d'expert indépendant, lequel se trouve intégralement reproduit en **Annexe 1** du présent projet de note en réponse, sont les suivantes :

« En janvier 2018, SEGRO Plc, par le biais de sa filiale SEGRO France SA, a acquis un bloc de 148 217 actions, représentant alors 19,50 % du capital et 19,24 % des droits de vote de la société au 14 décembre 2020.

Le 14 décembre 2020, SEGRO France a conclu l'achat de 569 379 actions (soit 74,89 % du capital et 74,13 % des droits de vote) auprès d'une partie du concert Hottinguer, de Mme Véronique Bowdler-Raynar, de la Succession Hottinguer et de plusieurs actionnaires minoritaires appartenant aussi à la famille Hottinguer. Ces différentes transactions ont toutes été réalisées sur la base d'un prix de 313,71 € par action.

À la suite de ces acquisitions, SEGRO France a porté sa participation dans le capital de la Société à 717 596 actions (représentant 94,39 % et 93,36 % des droits de vote).

S'agissant d'un ensemble de transactions emportant le contrôle de la Société, conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'AMF), SEGRO France est dans l'obligation d'initier une offre publique d'achat obligatoire sur le solde du capital de la Société.

Le 17 février 2021 la société SEGRO France SA a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat obligatoire sur le solde du capital de la Société au prix de 313,71 € par action.

L'Initiateur, qui détient au moment l'Offre 94,39 % du capital et 93,36 % des droits de vote de la Société, a également indiqué son intention de procéder au retrait obligatoire des titres de la Société non apportés à l'Offre.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, la Société a désigné Accuracy en qualité d'expert indépendant afin d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires de la Société. Plus précisément, l'intervention d'Accuracy est requise au titre de quatre des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- (i) « 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 » (alinéa I - 1°) ;
- (ii) « 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 » (alinéa I – 2°) ;
- (iii) « 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 » (alinéa I – 4°) ;
- (iv) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire, nous estimons que le Prix d'Offre de 313,71 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est strictement égal aux prix payés dans les transactions récentes sur le capital de la Société.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui nous conduise à penser que les accords conclus avec les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

Dans la perspective du retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 313,71 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires résiduels de la Société est également équitable d'un point de vue financier. En effet, ce prix extériorise une prime (+16,2%) par rapport à l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société fondée sur l'ANR de Sofibus au 31 décembre 2020 (270 €), niveau de prime qui nous semble raisonnable au regard de ceux habituellement pratiqués dans ce type d'offres.

Par ailleurs, nous avons également estimé la valeur de la Société grâce à la méthode DCF sur la base du plan d'affaires construit par l'Initiateur. S'agissant d'un plan qui intègre les intentions de l'Initiateur, la mise en œuvre de la méthode DCF sur ce plan conduit implicitement à prendre en compte la totalité de la valeur des synergies attendues par l'Initiateur dans l'évaluation. Il ressort de ces analyses que :

- La méthode DCF appliquée à ce Plan Acquéreur conduit à une estimation de la valeur de l'action, qui intègre en totalité les synergies, à 331,8 €.
- En retenant l'ANR comme référence pour la Valeur Intrinsèque de la Société, la valeur totale des synergies attendues par l'Initiateur ressort donc à 18,09 € par action.
- Cette valeur de l'action obtenue à partir du Plan d'Acquéreur extériorise un écart d'environ 5,5 % par rapport au Prix d'Offre (331,8 € contre 313,71 €).

Cet écart s'explique par la valeur des synergies dont, logiquement, seule une partie est rétrocédée par l'acquéreur aux cédants dans le cadre de leurs négociations. Dans le cas présent, le Prix d'Offre intègre une quote-part significative (environ 70%) de la valeur des synergies attendues par l'Initiateur.

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de Sofibus Patrimoine.

Paris, le 17 février 2021.

Pour Accuracy,

Henri Philippe – Associé. »

3 DECISIONS ET AVIS MOTIVES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION RELATIFS A L'OFFRE

Le conseil d'administration de Sofibus Patrimoine s'est réuni le 17 février 2021, sous la présidence de son Président, Mme Laurence Giard, à l'effet d'examiner l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour Sofibus Patrimoine, ses actionnaires et ses salariés, conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Etaient présents, par téléconférence et/ou visio-conférence, Madame Laurence Giard, Monsieur Cyril Derkenne, Monsieur François Louis Salvador, Monsieur Jean-Claude Bellan, membres du conseil d'administration.

Étaient absents et excusés, Monsieur Soumen Das et Monsieur Marco Simonetti.

Préalablement à la réunion, les membres du conseil d'administration ont eu connaissance des documents suivants :

- Les extraits pertinents du règlement général de l'AMF ;
- L'instruction « AMF-DOC-2006-07 » relative aux offres publiques d'acquisition de l'AMF ;
- Procès-verbaux des réunions du Conseil en date des 18 décembre 2020 et du 8 février 2021 ;
- Lettre de mission de l'expert indépendant ;
- Projet de note d'information préparé par l'Initiateur, qui contient notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;
- Projet d'avis motivé du Conseil d'administration de la Société préparé par le président du Conseil d'administration et la direction en coordination étroite avec les conseils juridiques et financiers de la Société ;
- Rapport d'expertise indépendante du cabinet Accuracy ;
- Projet de note en réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF ;
- Projet de communiqué de presse relatif au dépôt du Projet de Note en Réponse.

L'avis motivé du conseil d'administration de Sofibus Patrimoine rendu le 17 février 2021, adopté à l'unanimité par le conseil d'administration, est reproduit ci-après :

« 2. Examen de l'Offre et avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés »

Avant de délibérer sur l'ordre du jour, le Président du Conseil rappelle que :

- *La société Sofibus Patrimoine SA est une société anonyme au capital de 15.000.000 euros, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 692.044.381 RCS Paris, dont le siège social est sis 43 rue Taitbout, 75009 Paris, France et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (Compartiment B), sous le code ISIN FR0000038804 et sous le mnémonique « SFBS » (« **Sofibus Patrimoine** ») ;*
- *Le 14 décembre 2020, la société SEGRO France, une société anonyme de droit français, au capital de 102.735.964 euros, ayant son siège social sis 20 rue Brunel, 75017 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 722 053 691 RCS Paris (« **SEGRO France** » ou l'« **Initiateur** ») a conclu quatre contrats de cession et d'acquisition d'actions distincts (les « **Contrats d'Acquisition** ») :*

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- Contrat de cession et d'acquisition entre SEGRO France (en qualité d'acquéreur), d'une part, et chacun des membres du Concert Hottinguer (à l'exclusion de la Succession de M. Henri Hottinguer), à savoir Messieurs Paul et Frédéric Hottinguer, Hottinger Participations Françaises BV, Omnium de Conseil et de Promotion SAS (OCEPRO), Société de Placements et de Participations Françaises SARL (SOPLACO), Financière Hottinguer SAS et Hériot NV (en qualité de cédants) (le « **Concert Cédant** »), d'autre part ;
- Contrat de cession et d'acquisition entre SEGRO France (en qualité d'acquéreur), d'une part, et la Succession de M. Henri Hottinguer (en qualité de cédant), d'autre part ;
- Contrat de cession et d'acquisition entre SEGRO France (en qualité d'acquéreur), d'une part, et Madame Véronique Bowdler-Raynar (en qualité de cédante), d'autre part ;
- Contrat de cession et d'acquisition entre SEGRO France (en qualité d'acquéreur), d'une part, et un groupe d'actionnaires minoritaires de Sofibus Patrimoine (agissant en qualité de cédants), à savoir Monsieur Jean-Philippe Hottinguer, Grand Port Investment Ltd, Monsieur Jean-Conrad Hottinguer, Monsieur Emmanuel Hottinguer, Madame Elisabeth Hottinguer, Monsieur François-Xavier Hottinguer et la Fondation Aesculapia Research ;
- Au titre des Contrats d'Acquisition, SEGRO France s'est engagée à acquérir et les différents cédants à céder un total de 569.379 actions Sofibus Patrimoine, représentant 74,89% du capital et 74,13% des droits de votes de la Société au prix de 313,71 euros par action Sofibus Patrimoine (l' « **Acquisition** ») ;
- Lors de sa réunion du 14 décembre 2020, le Conseil a renoncé à émettre des bons permettant de souscrire à des conditions préférentielles à des actions de la Société en application de délégation de compétence conférée au Conseil par l'assemblée générale de la Société du 26 juin 2020 dans sa dix-septième résolution – dit aussi « bons anti-opa » ;
- L'Acquisition a été réalisée à la suite des opérations de « règlement livraison » des actions intervenues les 16 et 17 décembre 2020 ;
- A la date du présent Conseil d'administration, SEGRO France détient 94,39% du capital et 93,36% des droits de vote de Sofibus Patrimoine. En conséquence Sofibus Patrimoine est contrôlée par SEGRO France ;
- A la suite de l'Acquisition, et conformément à l'article 234-2 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, SEGRO France a annoncé son intention de déposer, d'ici la fin du premier trimestre 2021, un projet d'offre publique d'achat obligatoire simplifiée visant les actions Sofibus Patrimoine non détenues par l'Initiateur (à l'exception des actions auto-détenues), soit à la date du projet de note d'information 42.128 actions représentant 5,54% du capital et 6,64% des droits de vote de la Société, au prix de 313,71 euros par action, suivie d'un retrait obligatoire et de la radiation des actions Sofibus Patrimoine du marché réglementé (l' « **Offre** ») ;
- Dans les conditions décrites ci-dessous, le Conseil d'administration a nommé le Cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant ;
- Le Concert Cédant avait mandaté en septembre 2019 les conseils Philippe Hottinguer Finance et ODDO BHF pour qu'ils établissent un plan d'affaires. Compte tenu de sa relative ancienneté et que celui-ci ne tient pas compte des impacts de la crise de la Covid-19, ce plan d'affaires est obsolète et n'a pas fait l'objet d'une actualisation. En revanche, SEGRO France a préparé un plan d'affaires relatif à la période 2021 à 2030 (inclus) (le « **Plan d'Affaires Initiateur** »). Le Plan d'Affaires Initiateur intègre les synergies attendues par SEGRO France de l'Acquisition. Le Plan d'Affaires Initiateur n'a pas été approuvé par le Conseil d'administration, cependant il traduit tant à cette date qu'à la date de la présente réunion la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes ;

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *Le Plan d'Affaires Initiateur a été communiqué au cabinet Accuracy en sa qualité d'expert indépendant et a fait l'objet d'échanges entre la Société et le cabinet Accuracy sans que de différences significatives entre ce plan et la communication financière antérieure de la Société n'aient été relevées ;*
- *La Société a émis une lettre d'affirmation à l'attention de l'expert indépendant lui confirmant certains points discutés lors de sa mission ;*
- *A la date de la présente réunion du Conseil, la Société n'a pas reçu d'observations de la part d'actionnaires de la Société ;*
- *Le 17 février 2021, le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant a remis au Conseil d'administration son rapport définitif sur les conditions de l'Offre.*

Puis le Président rappelle plus précisément les conditions et motivations qui ont conduit à la désignation par la Société du cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant :

- *lors de sa séance du 18 décembre 2020, le Conseil d'administration a décidé de mettre en œuvre la procédure prévue à l'article 261-1-1, I° du règlement général de l'AMF, qui prévoit une procédure de désignation de l'expert indépendant alternative à celle prévue par l'article 261-1, III° du règlement général de l'AMF, dans le cas où la société visée par une offre publique ne serait pas en mesure de procéder à la désignation d'un comité ad hoc composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants, pour les raisons suivantes :*
 - *dans le cadre de la réalisation de l'Acquisition, la composition du Conseil d'administration et la Direction Générale de Sofibus Patrimoine ont évolué afin de refléter le nouvel actionariat de la Société ;*
 - *lors de sa séance du 18 décembre 2020, le Conseil d'administration a été informé que l'un des deux administrateurs indépendants était hospitalisé et se trouvait dans un état de santé grave et qu'en conséquence il n'était pas en mesure de participer aux travaux du comité ad hoc.*

Dans ces conditions et conformément à l'article 261-1-1, I° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration dans sa réunion du 18 décembre 2020 avait considéré plusieurs candidats possibles et retenu la candidature de trois cabinets pouvant réaliser des missions d'expertise indépendante.

Le Conseil d'administration a alors délégué à l'un de ses membres, Monsieur Cyril Derkenne (également Directeur Général Délégué), la mission de prendre contact avec les trois cabinets pressentis et de comparer leurs propositions afin de désigner l'expert indépendant au nom et pour le compte du Conseil d'administration. Le cabinet ainsi sélectionné étant désigné expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société, sous réserve de la seule absence d'opposition de l'AMF à l'identité de cet expert indépendant dans les conditions prévues par l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF.

Les trois candidats pressentis, ainsi qu'un quatrième cabinet réalisant des missions d'expertise indépendante ayant spontanément présenté sa candidature, ont été entendus par Monsieur Cyril Derkenne, fin décembre 2020 et début janvier 2021, au regard notamment des critères énoncés à l'article 1 de l'instruction AMF DOC-2006-08.

A l'issue de ce processus, M. Cyril Derkenne a notamment pu constater s'agissant du cabinet Accuracy que :

- *le cabinet Accuracy n'était pas en situation de conflits d'intérêts ;*
- *les travaux seraient :*
 - (i) *supervisés par Monsieur Henri Philippe : associé en charge de la l'activité évaluations et attestations d'équité. Au cours de sa carrière réalisée essentiellement dans des firmes de conseil internationales, Monsieur Henri Philippe est devenu un spécialiste de l'analyse*

de la valeur. Il intervient aussi bien dans des missions de litige, d'arbitrage, d'analyse stratégique, d'attestation d'équité ou d'évaluation d'actifs. Il est l'auteur de nombreux articles dans des revues professionnelles et académiques, ainsi que de plusieurs ouvrages. Monsieur Henri Philippe est maître de conférence à l'Ecole des Ponts ParisTech et enseigne la finance dans plusieurs autres institutions d'enseignement supérieur. Il est membre du conseil scientifique et du conseil d'administration de la SFEV et de la commission d'évaluation de la SFAF ;

(ii) assisté de Madame Laura Surun : directrice qui bénéficie d'une expérience de plus de dix ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a réalisé de nombreuses missions d'évaluation portant notamment sur des entreprises à forte composante technologique (Thales, Dassault Systèmes, etc.). Elle a également participé à une quinzaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Laura Surun est diplômée d'HEC ;

(iii) également assisté de Monsieur Riccardo Etzi, (senior associate, dispose d'une expérience de plus de quatre ans en évaluation financière. Il est diplômé de l'ESCP Europe) ainsi que de Monsieur Julien Hirt (analyste diplômé de Sciences Po Paris et de l'Université Paris Dauphine) ;

(iv) le contrôle qualité de la mission sera réalisée par :

- *Monsieur Bruno Husson : depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du Groupe HEC, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié ;*
- *Monsieur Nicolas Paillot de Montabert : il dispose d'une expérience de plus de vingt ans dans le domaine du conseil financier. Depuis son arrivée chez Accuracy en 2006, il a développé la pratique immobilière au sein de la société. Il se spécialise en particulier dans les services de conseil en transactions pour les FPI, les fonds et les promoteurs immobiliers. Il est diplômé de l'ESSEC*
- *le cabinet Accuracy disposait des moyens matériels nécessaires pour mener à bien une telle mission d'expertise indépendante, et qu'en particulier Accuracy disposait d'un accès aux bases de données financières et d'un accès à des bases de données d'études académiques ;*
- *le cabinet Accuracy prévoyait une charge de travail de l'ordre de 340 heures.*
- *Par conséquent, le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, a été désigné, le 5 janvier 2021, en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en ce compris le retrait obligatoire, sous réserve de la seule absence d'opposition de l'AMF à l'identité de cet expert indépendant dans les conditions prévues par l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF.*
- *Lors de sa réunion du 19 janvier 2021 le Collège de l'AMF ne s'est pas opposé à la désignation du cabinet Accuracy en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société, confirmant ainsi sa nomination.*
- *Lors de sa réunion du 8 février 2021, le Conseil d'administration de la Société a ratifié la nomination du Cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant dans*

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

le cadre de l'Offre, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en ce compris du retrait obligatoire.

- Dans le cadre de sa mission, le Cabinet Accuracy s'est réuni avec certains membres du Conseil et la direction de la Société par téléconférence le 27 janvier 2021 aux fins d'apporter des précisions sur le contexte de l'Acquisition, et de discuter de différents points notamment relatifs à la composition de l'actionnariat de la Société, à la teneur du patrimoine de la Société (répartition des terrains, profil des locataires, taux d'occupation, projets et investissements en cours...), aux comptes historiques de la Société (évolution sur les dernières années du compte de résultat et du bilan).

Après avoir procédé au rappel du contexte dans lequel l'Offre s'inscrit, le Président indique au Conseil d'administration qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19 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 Sofibus Patrimoine, ses actionnaires et ses salariés. Il précise qu'afin de permettre aux membres du Conseil d'administration de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé, les documents essentiels relatifs à l'Offre et listés ci-dessous ont été communiqués aux membres du Conseil d'administration préalablement à la présente réunion :

- le projet de note d'information préparé par l'Initiateur, qui contient en particulier les motifs et le contexte de l'Offre, les intentions de l'Initiateur au cours des douze prochains mois, les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Lazard ainsi que le résumé des principaux accords en relation avec l'Offre ;
- le projet de note en réponse établi par la Société ;
- le rapport du cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, agissant en qualité d'expert indépendant, en date du 17 février 2021.

Le Président rappelle que l'expert indépendant a rendu son rapport sur les conditions financières de l'Offre en ce compris du retrait obligatoire. Comme prévu par l'article 262-1 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers le rapport contient notamment la déclaration d'indépendance de l'expert et une description des diligences effectuées. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité. Le rapport a également examiné les accords susceptibles d'être qualifiés d'accords connexes. Ce rapport sera intégralement annexé au projet de note en réponse de Sofibus Patrimoine.

Puis le Président laisse la parole à Monsieur Henri Philippe, représentant du cabinet Accuracy agissant en qualité d'expert indépendant pour que ce dernier présente au Conseil d'administration les conclusions de son rapport d'expertise indépendante sur les conditions de l'Offre en ce compris du retrait obligatoire. Monsieur Henri Philippe commente les conclusions de son rapport qui sont reproduits in extenso ci-dessous :

« En janvier 2018, SEGRO Plc, par le biais de sa filiale SEGRO France SA, a acquis un bloc de 148 217 actions, représentant alors 19,50 % du capital et 19,24 % des droits de vote de la société au 14 décembre 2020.

Le 14 décembre 2020, SEGRO France a conclu l'achat de 569 379 actions (soit 74,89 % du capital et 74,13 % des droits de vote) auprès d'une partie du concert Hottinguer, de Mme Véronique Bowdler-Raynar, de la Succession Hottinguer et de plusieurs actionnaires minoritaires appartenant aussi à la famille Hottinguer. Ces différentes transactions ont toutes été réalisées sur la base d'un prix de 313,71 € par action.

À la suite de ces acquisitions, SEGRO France a porté sa participation dans le capital de la Société à 717 596 actions (représentant 94,39 % et 93,36 % des droits de vote).

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

S'agissant d'un ensemble de transactions emportant le contrôle de la Société, conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'AMF), SEGRO France est dans l'obligation d'initier une offre publique d'achat obligatoire sur le solde du capital de la Société.

Le 17 février 2021 la société SEGRO France SA a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat obligatoire sur le solde du capital de la Société au prix de 313,71 € par action.

L'Initiateur, qui détient au moment l'Offre 94,39 % du capital et 93,36 % des droits de vote de la Société, a également indiqué son intention de procéder au retrait obligatoire des titres de la Société non apportés à l'Offre.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, la Société a désigné Accuracy en qualité d'expert indépendant afin d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires de la Société. Plus précisément, l'intervention d'Accuracy est requise au titre de quatre des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- i. « 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 » (alinéa I - 1°) ;
- ii. « 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 » (alinéa I – 2°) ;
- iii. « 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 » (alinéa I – 4°) ;
- iv. « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire, nous estimons que le Prix d'Offre de 313,71 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est strictement égal aux prix payés dans les transactions récentes sur le capital de la Société.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui nous conduise à penser que les accords conclus avec les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

Dans la perspective du retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 313,71 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires résiduels de la Société est également équitable d'un point de vue financier.

En effet, ce prix extériorise une prime (+16,2%) par rapport à l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société fondée sur l'ANR de Sofibus au 31 décembre 2020 (270 €), niveau de prime qui nous semble raisonnable au regard de ceux habituellement pratiqués dans ce type d'offres.

Par ailleurs, nous avons également estimé la valeur de la Société grâce à la méthode DCF sur la base du plan d'affaires construit par l'Initiateur. S'agissant d'un plan qui intègre les intentions de l'Initiateur, la mise en œuvre de la méthode DCF sur ce plan conduit implicitement à prendre en compte la totalité de la valeur des synergies attendues par l'Initiateur dans l'évaluation. Il ressort de ces analyses que :

- La méthode DCF appliquée à ce Plan Acquéreur conduit à une estimation de la valeur de l'action, qui intègre en totalité les synergies, à 331,8 €.
- En retenant l'ANR comme référence pour la Valeur Intrinsèque de la Société, la valeur totale des synergies attendues par l'Initiateur ressort donc à 18,09 € par action.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- Cette valeur de l'action obtenue à partir du Plan d'Acquéreur extériorise un écart d'environ 5,5 % par rapport au Prix d'Offre (331,8 € contre 313,71 €).
- Cet écart s'explique par la valeur des synergies dont, logiquement, seule une partie est rétrocédée par l'acquéreur aux cédants dans le cadre de leurs négociations. Dans le cas présent, le Prix d'Offre intègre une quote-part significative (environ 70%) de la valeur des synergies attendues par l'Initiateur.

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de Sofibus Patrimoine. »

Le Président demande si les administrateurs ont des questions à adresser à l'expert indépendant sur son rapport.

M. François Louis Salvador remercie l'expert indépendant pour la qualité de son rapport, note qu'il était en effet difficile de trouver des sociétés tout à fait comparables à la Société pour les besoins de l'expertise indépendante et déclare approuver le rapport et ses conclusions.

Le Président rappelle que la Société emploie actuellement au total deux salariés, en ce inclus un salarié à l'encontre duquel une procédure de licenciement est en cours. Par conséquent, l'Offre ne devrait pas avoir de conséquence négative sur l'emploi au sein de la Société.

Le Président expose que le marché de l'action Sofibus Patrimoine est très peu actif et que le titre Sofibus Patrimoine est par conséquent très illiquide : entre le 1^{er} janvier 2020 et le 11 décembre 2020 (dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Acquisition) il y a eu 2.476 transactions sur les actions Sofibus Patrimoine, soit en moyenne 218 transactions par mois. Par conséquent, l'Offre (et en ce compris le retrait obligatoire) représente pour les actionnaires minoritaires de la Société une liquidité immédiate sur leurs actions et à prix reflétant pleinement la valorisation et les perspectives de croissance de la Société. En effet, le prix de l'Offre de 313,71 euros fait ressortir une prime significative de 46,6% par rapport au cours du 11 décembre 2020 (dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Acquisition) et de 67,5% par rapport au cours moyen pondéré des 60 derniers jours précédant cette même date.

Le Président demande si les administrateurs ont des questions relatives à l'Offre, à la procédure d'offre publique, au retrait obligatoire ou plus généralement à ce qui vient de leur être exposé. Les administrateurs déclarent ne pas avoir de questions.

Après avoir examiné attentivement les différents documents et supports mis à sa disposition, en particulier le projet de note d'information de l'Initiateur, le rapport de l'expert indépendant et le projet de note en réponse de la Société, et après en avoir discuté, le Conseil d'administration décide à l'unanimité :

- de **constater** que :
 - le Plan d'Affaires Initiateur communiqué à l'expert indépendant, traduit la meilleure estimation possible des prévisions de Sofibus Patrimoine et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes ;
 - le prix de l'Offre, qui s'élève à 313,71 euros par action Sofibus Patrimoine, représente une prime de 46,6% par rapport au dernier cours de bourse du 11 décembre 2020 (dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Acquisition) et de 67,5% par rapport au cours moyen pondéré des 60 derniers jours précédant cette même date ;
 - l'Offre n'aura pas d'impact négatif sur la politique de Sofibus Patrimoine en matière d'emploi ;
 - l'Offre représente pour l'ensemble des actionnaires minoritaires de Sofibus Patrimoine une opportunité de liquidité, en particulier au regard de la très faible liquidité du marché des actions Sofibus Patrimoine ;

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- le rapport du cabinet Accuracy, expert indépendant nommé dans les conditions rappelées ci-dessus, conclut au caractère équitable de l'Offre, y compris de l'indemnité prévue dans le cadre du retrait obligatoire, d'un point de vue financier pour les actionnaires de Sofibus Patrimoine :
 - « le Prix d'Offre de 313,71 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est strictement égal aux prix payés dans les transactions récentes sur le capital de la Société » ;
 - « Dans la perspective du retrait obligatoire, [...] le prix d'indemnisation de 313,71 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires résiduels de la Société est également équitable d'un point de vue financier » ;
 - « [Accuracy confirme] le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de Sofibus Patrimoine »
- dans le cadre de l'Offre, SEGRO France a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire ayant pour effet (i) de transférer à SEGRO France, moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix de l'Offre par action (à savoir au prix de 313,71 euros par actions Sofibus Patrimoine), les actions Sofibus Patrimoine qui n'auraient pas été apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires et (ii) d'entraîner la radiation des actions de Sofibus Patrimoine du marché réglementé Euronext Paris ;
- les conditions du retrait obligatoire sont d'ores et déjà réunies ;
- l'Offre et la radiation subséquente permettront à Sofibus Patrimoine de réduire les coûts associés à la cotation de ses actions sur le marché réglementé Euronext Paris et de simplifier les procédures internes et juridiques ;
- à l'exception des cinq actions dont la détention est imposée aux administrateurs par l'article X.1 des statuts de Sofibus Patrimoine, aucun administrateur ne détient d'actions Sofibus Patrimoine. Ces actions ne seront pas apportées à l'Offre par les administrateurs pour que ces derniers continuent de satisfaire à leurs obligations ;

et, en conséquence de :

- **considérer** que le projet d'Offre tel que décrit dans le projet de note d'information de SEGRO France est dans l'intérêt de Sofibus Patrimoine, de ses salariés et de ses actionnaires ;
- **décider** d'émettre un avis favorable sur l'Offre et recommande aux actionnaires de Sofibus Patrimoine qui souhaitent la liquidité d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- **décider** que les actions auto-détenues de la Société, à savoir 535 actions Sofibus Patrimoine représentant 0,07% du capital et 0,07% des droits de vote théoriques de la Société, ne seront pas apportées à l'Offre ;
- **approuver** le projet de note en réponse de Sofibus Patrimoine et le projet de communiqué de presse relatif au dépôt du projet de note en réponse tels qu'ils lui ont été présentés ou soumis ;
- **donner** tous pouvoirs à Mme Laurence Giard (Président Directeur Général) et à M. Cyril Derkenne (Directeur Général Délégué), chacun individuellement, avec faculté de délégation, à l'effet de (i) finaliser, amender et déposer au nom et pour le compte de Sofibus Patrimoine, le projet de note en réponse de Sofibus Patrimoine, la note en réponse définitive de Sofibus Patrimoine, le document « Autres Informations » de Sofibus Patrimoine (i.e., informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Sofibus Patrimoine), et tout autre attestation, lettre, contrat, engagement, obligation ou document nécessaire ou utile à l'Offre, au retrait obligatoire, à la radiation ou tout autre document qui pourrait être demandé par l'AMF et/ou Euronext Paris (la « **Documentation d'Offre** »), (ii) plus généralement, prendre toute décision et effectuer tout acte au nom et pour le compte de Sofibus Patrimoine, qu'il jugera utile ou nécessaire au dépôt et à la signature de la Documentation d'Offre et à la réalisation de l'ensemble des opérations relatives à l'Offre, au retrait obligatoire et à la radiation y compris, sans limitation, toute formalité légale ou réglementaire imposée par les dispositions légales et réglementaires ou les juridictions compétentes,

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

ainsi que la publication, le dépôt, la signature, l'authentification, la certification et la délivrance de la Documentation d'Offre ou de tout contrat, engagement, obligation ou document relatif ou lié à la Documentation d'Offre et plus généralement à l'Offre, au retrait obligatoire et à la radiation. »

4 INTENTION DE SOFIBUS PATRIMOINE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 535 actions Sofibus Patrimoine auto-détenues, représentant 0,07% du capital et 0,07% des droits de vote théoriques de la Société (les « **Actions Auto-détenues** »).

Par une décision en date du 17 février 2021, le conseil d'administration de Sofibus Patrimoine a décidé de ne pas apporter les Actions Auto-détenues à l'Offre. Par conséquent, les Actions Auto-détenues ne sont pas visées par l'Offre et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre.

Il est précisé, que les Actions Auto-détenues ont été acquises sur le marché par la Société dans le cadre du programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale mixte de la Société en date du 26 juin 2020. Il est précisé que depuis le 11 décembre 2020, la Société n'a procédé à l'acquisition d'aucune action Sofibus Patrimoine.

5 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SOFIBUS PATRIMOINE

A l'exception des 5 actions Sofibus Patrimoine détenues par les membres du conseil d'administration de la Société conformément aux statuts de la Société, les membres du conseil d'administration indiquent qu'ils ne détiennent pas d'actions de la Société. Les membres du conseil d'administration conserveront leurs actions Sofibus Patrimoine et ne les apporteront pas à l'Offre afin de se conformer à leurs obligations.

6 EXISTENCE DE LIENS ENTRE LA SOCIETE ET L'INITIATEUR

SEGRO France est actionnaire de Sofibus Patrimoine depuis le 16 janvier 2018, date à laquelle SEGRO France a acquis 148.217 actions Sofibus Patrimoine représentant 19,50% de son capital et 19,24% de ses droits de vote (pourcentages calculés au 30 juin 2020).

SEGRO France avait été cooptée administrateur le 22 mars 2018 et a démissionné de son mandat d'administrateur le 18 décembre 2020.

SEGRO France et Sofibus Patrimoine ont les dirigeants communs suivants :

Nom du dirigeant	Mandats exercés au sein de Sofibus Patrimoine	Mandats exercés au sein de SEGRO France
Mme Laurence Giard	Président du conseil d'administration Administrateur Directeur général	Directeur général
M. Cyril Derkenne	Administrateur Directeur Général Délégué	Administrateur Directeur Général Délégué
M. Marco Simonetti	Administrateur	Président du conseil d'administration Administrateur

7 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

7.1 Accord conclu entre la Société et OCEPRO

La société Omnium de Conseil et de Promotion - OCEPRO, une société par actions simplifiée au capital social de 100.000 euros, dont le siège social est situé 43, rue Taitbout, 75009 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 300 880 705 (ci-après « **OCEPRO** ») fournit diverses prestations, de nature notamment administrative, comptable et juridique à Sofibus Patrimoine, en vertu (i) d'une convention de gestion en date du 21 décembre 1990 (modifiée par avenants en date du 21 octobre 1996 et au cours de l'année 2014) et (ii) d'une convention de services conclue avec la société Profinor (aux droits de laquelle est venue Sofibus Patrimoine par suite d'une fusion-absorption intervenue en 2005) en date du 10 mars 2000 (les « **Contrats de Prestations de Services** »). De même, la Société a conclu avec OCEPRO une convention d'occupation précaire en date du 20 octobre 1997, telle que modifiée par avenants des 30 octobre 1997 et 17 septembre 2013, portant sur des locaux situés au 43 rue Taitbout, 75009 Paris, dont la Société est propriétaire (le « **Bail OCEPRO** »).

Le 14 décembre 2020, la Société et OCEPRO ont conclu un protocole d'accord transactionnel (le « **Protocole d'Accord** ») aux termes duquel la Société et OCEPRO sont convenues :

- de résilier les Contrats de Prestations de Services avec effet au 15 mars 2021 moyennant une indemnité forfaitaire et définitive de résiliation d'un montant de 1.500.000 euros payée par la Société à OCEPRO ;
- de résilier le Bail OCEPRO par anticipation, sans pénalités à la charge de la Société ou d'OCEPRO, avec effet au 15 mars 2021 ; et
- qu'OCEPRO pourra, à sa discrétion, en application d'une convention d'occupation précaire à régulariser avec la Société, continuer à occuper jusqu'au 30 juin 2021 certains locaux situés au 43 rue Taitbout, 75009 Paris, moyennant versement d'un loyer trimestriel de 16.700 euros (hors taxes), étant précisé que cette convention d'occupation précaire est résiliable sans préavis ni pénalité sur notification écrite d'OCEPRO.

Les dispositions du Protocole d'Accord ont été revues par l'expert indépendant qui a exprimé son avis sur ce document dans son rapport. A la date du Projet de Note en Réponse, la convention d'occupation précaire susmentionnée n'a pas encore été régularisée.

Hormis le Contrat d'Acquisition Concert Hors Succession, le Contrat d'Acquisition Succession Hottinguer, le Contrat d'Acquisition Bowdler-Raynar, le Contrat d'Acquisition Groupe Minoritaire et le Protocole d'Accord décrits ci-dessus, l'Initiateur n'a connaissance d'aucun accord conclu avec les membres du Concert Hottinguer, Madame Véronique Bowdler-Raynar ou les membres du Groupe Minoritaire pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

7.2 Autres accords dont la Société a connaissance

Hormis le Protocole d'Accord décrit à la Section 7.1 « Accord conclu entre la Société et OCEPRO » ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

8 INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

8.1 Répartition du capital de la Société

Le capital de la Société est fixé à 15.000.000 euros divisé en 760.259 actions de même catégorie, entièrement libérées. Il n'existe pas d'autre valeur mobilière ou droit donnant accès au capital de la Société.

A la connaissance de la Société, Sofibus Patrimoine était contrôlée¹⁵, directement et indirectement, au 16 décembre 2020 (juste avant la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle) par le concert composé de Messieurs Paul et Frédéric Hottinguer, la Succession Hottinguer¹⁶, Hottinger Participations Françaises BV, Omnium de Conseil et de Promotion SAS (OCEPRO), Société de Placements et de Participations Françaises SARL (SOPLACO), Financière Hottinguer SAS et Hériot NV (le « **Concert Hottinguer** »)¹⁷, détenant de concert, directement et indirectement, 427.939 actions Sofibus Patrimoine représentant 56,29% du capital et 55,78% des droits de vote de la Société.

Il est précisé que les sociétés Hottinger Participations Françaises BV, Omnium de Conseil et de Promotion SAS (OCEPRO), Société de Placements et de Participations Françaises SARL (SOPLACO), Financière Hottinguer SAS et Hériot NV sont ultimement contrôlées et détenues par la Succession Hottinguer.¹⁸

Plus précisément, le capital social et les droits de vote de la Société au matin du 16 décembre 2020 (juste avant l'acquisition du Bloc de Contrôle) étaient répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote
M. Paul Hottinguer	186.637	24,55%	24,23%
M. Frédéric Hottinguer	2.386	0,31%	0,49%
Succession Hottinguer	5.161	0,68%	0,67%
Hottinger Participations Françaises BV	169.448	22,29%	22%
Omnium de Conseil et de Promotion SAS (OCEPRO)	12.939	1,70%	1,72%
Société de Placements et de Participations Françaises SARL (SOPLACO)	14.373	1,89%	1,87%
Financière Hottinguer SAS	12.292	1,62%	1,60%
Hériot NV	24.703	3,25%	3,20%
Total Concert Hottinguer	427.939	56,29%	55,78%
Mme Véronique Bowdler-Raynar	69.192	9,10%	8,98%
SEGRO France	148.217	19,50%	19,24%
Actions auto-détenues	535	0,07%	0,07%

¹⁵ Au sens de l'article 233-3 du Code de commerce.

¹⁶ Représentée par Messieurs Michel Playe et Philip Van Der Heijden agissant en qualité d'exécuteurs testamentaires pour le compte des héritiers, Messieurs Frédéric et Rodolphe Hottinguer. Des informations complémentaires relatives à la Succession Hottinguer sont présentées dans le document d'enregistrement universel de la Société relatif à l'exercice 2019 en date du 12 novembre 2020 et disponible sur le site internet de la Société (www.sofibus.fr)

¹⁷ Cf. Avis AMF n°218C1412 en date du 7 août 2018.

¹⁸ Cf. Avis AMF n°218C1412 en date du 7 août 2018.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote
Public	114.376	15,04%	15,93%
Total	760.259	100%	100%

NB : Le tableau ci-dessus a été établi conformément au calcul préconisé par l'article 223-11 du règlement général de l'AMF qui précise que le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote de Sofibus Patrimoine sont répartis comme suit :

Actionnaires de Sofibus Patrimoine	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théoriques
SEGRO France	717.596	94,39%	717.596	93,36%
Public	42.128	5,54%	50.504	6,57%
Actions auto-détenues	535	0,07%	535	0,07%
Total	760.259	100%¹⁹	768.635	100%

NB : Le tableau ci-dessus a été établi conformément au calcul préconisé par l'article 223-11 du règlement général de l'AMF qui précise que le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

8.2 Restriction à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions de la Société, clauses portées à la connaissance de la Société

Aucune clause des statuts de la Société ne prévoit de restriction à l'exercice du droit de vote.

Aucun accord entre les actionnaires n'a été porté à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce, applicable en vertu de l'article L.451-2-1 du Code monétaire et financier.

La Société a été informée le 21 décembre 2020 de la fin de l'action de concert du Concert Hottinguer et de la fin du pacte d'actionnaires conclu entre les membres du Concert Hottinguer.²⁰

8.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance

Sous réserve de ce qui suit, à la connaissance de la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 8.1 « Répartition du capital de la Société » ci-dessus.

A la date du présent document, depuis le 1 janvier 2021, date de début de l'exercice en cours, la Société a été avisée des franchissements de seuils légaux de détention de son capital et de ses droits de vote suivants :

- franchissement de seuils à la hausse des seuils de 20%, 25%, 30%, 33,33%, 50%, 66,66% et 90% du capital et des droits de vote de Sofibus Patrimoine par l'Initiateur et déclaration d'intention y afférente ; ^{21 22}

¹⁹ En raison des arrondis, le total des pourcentages est supérieur à 100%.

²⁰ Cf. Avis AMF n°220C5501 en date du 21 décembre 2020.

²¹ Cf. Avis n°220C5504 en date du 21 décembre 2020.

²² SEGRO France a modifié sa déclaration d'intention initiale (cf. Avis n°220C5501 en date du 21 décembre 2020) le 12 février 2021 (cf. Avis AMF n°221C0345).

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- franchissement de seuils à la baisse des seuils de 50%, 33,33%, 30%, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de Sofibus Patrimoine par le Concert Hottinguer ;²³
- franchissement de seuils à la baisse des seuils de 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de Sofibus Patrimoine par Hottinger Participations Françaises BV ;²⁴
- franchissement de seuils à la baisse des seuils de 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de Sofibus Patrimoine par M. Paul Hottinguer ;
- franchissement de seuils à la baisse des seuils de 30%, 25, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de Sofibus Patrimoine par la Succession Henri Hottinguer ;²⁵
- franchissement de seuils à la baisse des seuils de 5% du capital et des droits de vote de Sofibus Patrimoine par Mme Véronique Bowdler-Raynar.²⁶

8.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Néant.

8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

8.7 Composition des organes sociaux et de direction de Sofibus Patrimoine

A la date du dépôt du présent Projet de Note en Réponse, le conseil d'administration de Sofibus Patrimoine est composé comme suit :

- Madame Laurence Giard, président du conseil d'administration et administrateur ;
- Monsieur Cyril Derkenne, administrateur ;
- Monsieur Soumen Das, administrateur ;
- Monsieur Marco Simonetti, administrateur ;
- Monsieur Jean-Claude Bellan, administrateur indépendant ;
- Monsieur François Louis Salvador, administrateur indépendant.

Le directeur général de Sofibus Patrimoine est madame Laurence Giard. Le directeur général délégué est monsieur Cyril Derkenne.

²³ Cf. Avis n°220C5501 en date du 21 décembre 2020.

²⁴ Cf. Avis n°220C5501 en date du 21 décembre 2020.

²⁵ Cf. Avis n°220C5501 en date du 21 décembre 2020.

²⁶ Cf. Avis AMF n°220C3168 en date du 21 août 2020.

8.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de 18 membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion. En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués dans leurs fonctions, par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Ils sont toujours rééligibles.

En application de l'article X.1 des statuts de la Société, les administrateurs sont nommés pour une durée de six ans. Chaque administrateur est tenu d'être propriétaire d'au moins 5 actions de la Société pendant toute la durée du mandat.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales.

Selon les statuts de la Société, le maintien en fonction d'un administrateur ou du représentant permanent d'une personne morale administrateur est subordonné à la condition qu'il n'ait pas dépassé l'âge de 85 ans. Il peut cependant être fait exception à cette règle pour le tiers au plus du nombre d'administrateurs (personnes physiques ou représentants de personnes morales en fonction). S'il est fait usage de cette faculté, le mandat conféré par l'assemblée générale à un administrateur ayant dépassé cette limite d'âge ne peut l'être pour une durée supérieure à deux ans, renouvelable.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, l'âge de l'administrateur coopté ou de son représentant permanent, s'il s'agit d'une personne morale, devra être tel qu'à la fin du mandat d'administrateur, ce dernier n'ait pas dépassé 85 ans.

Si le quota du tiers d'administrateurs ne devant pas dépasser l'âge de 85 ans venait à être dépassé, à défaut de la démission volontaire d'un administrateur âgé de plus de 85 ans, le plus âgé des représentants permanents de personnes morales administrateurs, âgés de plus de 85 ans est réputé démissionnaire d'office, et à défaut, l'administrateur le plus âgé.

8.9 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale de la Société est compétente pour modifier les statuts, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

8.10 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, le conseil d'administration 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, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Chaque administrateur peut se faire communiquer tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le conseil d'administration peut conférer à tous mandataires de son choix toutes délégations de pouvoirs dans la limite de ceux qu'il tient de la loi et des statuts.

Il peut décider la création de comités chargés d'étudier les questions que lui-même ou son président soumet, pour avis à leur examen.

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes :

Nature de la délégation accordée	Date de l'assemblée générale	Echéance de la délégation accordée	Limites
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de racheter les actions de la Société dans le cadre d'un programme de rachat d'actions	26 juin 2020 (5 ^{ème} résolution)	18 mois à compter de la date de l'assemblée générale (i.e., 26 juin 2020) ayant autorisé la délégation, soit le 26 décembre 2021	<ul style="list-style-type: none">• Nombre maximal d'actions pouvant être rachetées (10% du nombre d'actions Sofibus Patrimoine) : 76.025 actions• Montant global autorisé des rachats : 16.720.594 € ;• Prix maximum d'achat par action (hors frais d'acquisition) : 220€
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions déjà détenues par la Société et/ou qu'elle pourrait acheter dans le cadre de la délégation de compétence reçue pour intervenir sur ses propres actions en application de l'article L.225-209 du Code de commerce	26 juin 2020 (16 ^{ème} résolution)	18 mois à compter de la date de l'assemblée générale (i.e., 26 juin 2020) ayant autorisé la délégation, soit le 26 décembre 2021	La réduction ne pourra porter sur plus de 10% du capital social par période de 24 mois

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

A l'exception des Contrats de Prestations de Services et du Bail OCEPRO auxquels il a été mis fin dans les conditions décrites à la section 7 du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas la modification ou la fin d'accords conclus par Sofibus Patrimoine pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

8.12 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 emploi prend fin en raison d'une Offre

A la suite de l'acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur, le conseil d'administration de la Société a mis fin au mandat du précédent Directeur Général, par ailleurs lié à la Société par un contrat de travail. Ledit contrat de travail prévoit notamment une indemnité spéciale de rupture dont le montant correspond à 30 mois de salaire, le mois de salaire pris en considération à la date de rupture du contrat de travail étant égal au salaire qui aurait dû être versé au salarié pour le mois complet suivant cette date si la rupture n'était pas intervenue, et incluant tous les avantages et gratifications de quelque nature que ce soit, à caractère constant comme variable, régulier comme périodique. Cette indemnité spéciale de rupture est due au salarié (i) en cas de rupture du contrat de travail imputable à l'employeur, à l'exception d'un licenciement pour motif disciplinaire en raison d'une faute lourde ou d'une faute grave, ainsi qu'en cas de démission du salarié, (ii) dès lors que la

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

rupture du contrat de travail interviendrait dans un délai de trente mois à compter d'un changement de contrôle de la Société.

La Société n'a pas connaissance d'autre accord 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 emploi prend fin en raison de l'Offre.

9 INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT SOFIBUS PATRIMOINE

Le document concernant les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, et sera disponible sur les sites Internet de la Société (www.sofibus.fr) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org), et pourra être obtenu sans frais au siège social de la Société (43 rue Taitbout, 75009 Paris).

Le conseil d'administration de la Société dans sa séance du 14 décembre 2020 a décidé d'accueillir favorable l'acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur et en conséquence a décidé de ne pas émettre, dans le cadre de l'Offre, de bons de souscriptions d'actions « anti-OPA ».²⁷

Le conseil d'administration dans sa séance du 8 février 2021 a notamment décidé qu'il était dans l'intérêt de Sofibus Patrimoine d'opter pour le régime des Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (dit « SIIC »), prévu à l'article 208 C du Code général des impôts, dès lors que les conditions requises pour permettre cette option seront réunies. La condition principale pour que Sofibus Patrimoine puisse opter au régime SIIC est la détention par SEGRO France d'au moins 95% du capital social de la Société de manière continue tout au long des exercices couverts par l'option. A la date du présent Projet de Note en Réponse, SEGRO France ne détenant pas 95% du capital de la Société, aucune option n'est possible au titre de l'exercice en cours ayant débuté le 1^{er} janvier 2021. Cependant dans le cadre de l'Offre, et à défaut dans le cadre de la mise en œuvre du retrait obligatoire, SEGRO France détiendra nécessairement plus de 95% du capital social de la Société. Afin de permettre à la Société d'opter le plus tôt possible au régime SIIC, le conseil d'administration a décidé dans sa séance du 8 février 2021 de proposer aux actionnaires de Sofibus Patrimoine de réduire la durée de l'exercice social commencé le 1^{er} janvier 2021, soit au 31 mars 2021, soit au 30 avril 2021, en fonction de la date où :

- le seuil de 95% de détention du capital social de la Société par SEGRO France sera atteint ;
- l'attestation d'inscription en compte sera délivrée par le teneur de compte de SEGRO France (ou tout autre document exigé par l'Administration Fiscale).

Le conseil d'administration a par conséquent décidé de convoquer une assemblée générale mixte des actionnaires le 19 mars 2021 à l'effet de délibérer sur l'ordre du jour suivant :

- de la compétence de l'assemblée générale ordinaire :
 - ratification des cooptations d'administrateurs décidées par le Conseil d'Administration du 18 décembre 2020 ;
- de la compétence de l'assemblée générale extraordinaire :
 - modification de la durée de l'exercice social ;
 - modification de l'article XVIII des statuts ;
 - questions diverses ;
 - pouvoirs pour l'accomplissement des formalités.

L'avis de réunion valant convocation relatif à cette assemblée générale mixte du 19 mars 2021 a été publié au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires (BALO) le 12 février 2021.

Des informations supplémentaires sur cette assemblée générale mixte du 19 mars 2021, en ce inclus les modalités de participation, sont disponibles sur le site de la Société (www.sofibus.fr).

²⁷ Cf. Communiqué de presse de Sofibus Patrimoine en date du 14 décembre 2020.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

10 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPONSE

"A notre connaissance, les données du présent Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée."

**SOFIBUS PATRIMOINE SA
Mme Laurence Giard
Président Directeur Général**

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

ANNEXE 1

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Expertise indépendante
dans le cadre du projet d'offre publique envisagé
par SEGRO France SA sur les actions de Sofibus
Patrimoine SA

Février 2021

Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique envisagé par SEGRO France SA sur les actions de Sofibus Patrimoine SA

Sofibus Patrimoine SA (ci-après « **Sofibus** », « **Sofibus Patrimoine** » la « **Société** », la « **Cible** ») est une foncière, créée en 1969 et introduite en 1975 au marché hors cote de la bourse de Paris. La Société détient et gère des actifs immobiliers d'entreprises, principalement situés en Île-de-France sur le site de Bonneuil-sur-Marne (Parc d'Activités des Petits Carreaux) à destination de PME et PMI.

Au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 17,5 m€ (dont 14,0 m€ de loyers) et a enregistré un bénéfice net de 3,0 m€, contre 16,6 m€ de chiffre d'affaires (dont 12,6 m€ de loyers) et 5,0 m€ de bénéfice net au 31 décembre 2019.

Au 31 décembre 2020, la Société détient un patrimoine de 37 locaux d'activités sur le Parc d'Activités des Petits Carreaux (dont un actuellement en développement), un immeuble parisien et 4 parcelles non exploitées d'une valeur totale de 271,7 m€ hors droits (287,3 m€ droits inclus). Au 31 décembre 2020, environ 163 baux sont consentis à des locataires, dont 155 sur le Parc d'Activités des Petits Carreaux.

Les actions de *Sofibus Patrimoine* sont aujourd'hui cotées sur le compartiment B d'*Euronext Paris*. Au 13 décembre 2020, à la veille de l'annonce de l'Opération, la Société affichait une capitalisation boursière de 162,7 m€.

En janvier 2018, *SEGRO Plc*, par le biais de sa filiale *SEGRO France SA* (« **SEGRO France** », « **l'Initiateur** »), a acquis un bloc de 148 217 actions, représentant alors 19,39 % du capital et 19,11 % des droits de vote de la Société.

Le 14 décembre 2020, *SEGRO France SA* a conclu quatre contrats de cession et d'acquisition d'actions distincts :

- un contrat de cession et d'acquisition entre *SEGRO France* (en qualité d'acquéreur), d'une part, et chacun des membres du concert Hottinguer (à l'exclusion de la succession Hottinguer), à savoir Messieurs Paul et Frédéric Hottinguer, *Hottinger Participations Françaises BV*, *Omnium de Conseil et de Promotion SAS (OCEPRO)*, *Société de Placements et de Participations Françaises SARL (SOPLACO)*, *Financière Hottinguer SAS* et *Hériot NV* (le « **Concert Cédant** ») (en qualité de cédants), d'autre part, par lequel *SEGRO France* a acquis 422 778 actions représentant 55,61 % du capital et 55,10 % des droits de vote de *Sofibus Patrimoine* pour un prix de 313,71 € par action. Cette acquisition était conditionnée (i) au transfert de propriété à *SEGRO France* d'un minimum de 421 392 actions *Sofibus Patrimoine* par le Concert Cédant et (ii) au transfert de propriété à *SEGRO France* d'un minimum de 69 187 actions *Sofibus Patrimoine* par Mme Véronique Bowdler-Raynar.
- un contrat de cession et d'acquisition entre *SEGRO France* (en qualité d'acquéreur), d'une part, et la succession de Monsieur Henri Hottinguer (en qualité de cédant), d'autre part, par lequel *SEGRO France* a acquis 5 132 actions *Sofibus Patrimoine* représentant 0,68 % du capital et 0,67 % des droits de vote de *Sofibus Patrimoine* pour un prix de 313,71€ par action. Cette acquisition était conditionnée à (i) (a) la signature d'un contrat de cession et

d'acquisition ferme et définitif par *SEGRO France* et le Concert Cédant et (b) le transfert de propriété à *SEGRO France* d'au moins 421 392 actions *Sofibus Patrimoine* par le Concert Cédant, et (ii) (a) la signature d'un contrat de cession et d'acquisition ferme et définitif par *SEGRO France* et Mme Véronique Bowdler-Raynar et (b) le transfert de propriété à *SEGRO France* d'au moins 69 187 actions *Sofibus Patrimoine* par Mme Véronique Bowdler-Raynar.

- un contrat de cession et d'acquisition entre *SEGRO France* (en qualité d'acquéreur), d'une part, et Mme Véronique Bowdler-Raynar, par lequel *SEGRO France* a acquis 69 192 actions *Sofibus Patrimoine* représentant 9,10 % du capital et 8,98 % des droits de vote de *Sofibus Patrimoine* pour un prix de 313,71€ par action. Cette acquisition était conditionnée à (i) le transfert de propriété à *SEGRO France* d'un minimum de 69 187 actions *Sofibus Patrimoine* par Mme Véronique Bowdler-Raynar, (ii) la signature d'un contrat de cession et d'acquisition ferme et définitif par *SEGRO France* et le Concert Cédant et (iii) le transfert de propriété à *SEGRO France* d'au moins 421 392 actions *Sofibus Patrimoine* par le Concert Cédant.
- un contrat de cession et d'acquisition d'actions entre *SEGRO France* (en qualité d'acquéreur), d'une part, et un groupe d'actionnaires minoritaires de *Sofibus Patrimoine* (agissant en qualité de cédants), à savoir Monsieur Jean-Philippe Hottinguer, Grand Port Investment Ltd, Monsieur Jean-Conrad Hottinguer, Monsieur Emmanuel Hottinguer, Madame Elisabeth Hottinguer, Monsieur François-Xavier Hottinguer et la Fondation Aesculapia Research, par lequel *SEGRO France* a acquis 72 277 actions représentant 9,51% du capital et 9,38 % des droits de vote de *Sofibus Patrimoine* pour un prix de 313,71€ par action. Cette acquisition était conditionnée à la réalisation des acquisitions décrites ci-dessus.

Ces transactions ont été rendues publiques par deux communiqués de la Société en date des 14 et 18 décembre 2021.

À la suite de ces acquisitions (ensemble dénommées « **l'Opération** »), l'Initiateur a porté sa participation dans le capital de la Société à 717 596 actions (représentant 94,39 % du capital et 93,36 % des droits de vote¹). À l'issue de cette Opération, 42 128 titres restent encore aujourd'hui dans les mains des actionnaires minoritaires (soit 5,54 % du capital et 6,64 % des droits de vote) et 535 actions sont auto-détenues par la Société.

Conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'AMF), *SEGRO France* est dans l'obligation d'initier une offre publique d'achat obligatoire simplifiée sur le solde du capital de la Société (ci-après « **l'Offre** »). Cette Offre a été déposée au prix de 313,71 € par action (ci-après le « **Prix d'Offre** »), identique à celui qui a servi de base à l'Opération.

L'Initiateur, qui détient au moment de l'Offre 94,39 % du capital et 93,36 % des droits de vote¹ de la Société, a également indiqué son intention de procéder au retrait obligatoire des titres de la Société non apportés à l'Offre.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, la Société a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux actionnaires minoritaires de la Société (ci-après les « **Actionnaires Minoritaires** »). Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de quatre des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

¹ Sur la base des droits de vote au 31 décembre 2020, incluant 535 actions auto détenues (information communiquée par la Société le 19 janvier 2021).



-
- (i) « 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 » (alinéa I - 1°) ;
 - (ii) « 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 » (alinéa I – 2°) ;
 - (iii) « 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 » (alinéa I – 4°) ;
 - (iv) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020.

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente les caractéristiques opérationnelles et la performance récente de la Société, aussi bien d'un point de vue financier que boursier. La troisième partie de ce rapport examine plus spécifiquement les caractéristiques et la nature de l'Offre et expose les objectifs de notre mission ainsi que les premières conclusions afférentes. La quatrième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions de la Cible, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré dans le cadre de l'Offre par *Lazard Frères Banque*, banque présentatrice de l'Offre (ci-après la « **Banque** » ou « **Lazard** »). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable du Prix d'Offre pour les Actionnaires Minoritaires, dans le contexte de la présente Offre qui vise le retrait obligatoire des titres de la Société du marché.



1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil de directions d'entreprise détenue en totalité par ses associés. Implantée en Europe, Amérique du Nord (Canada), Asie (Inde, Singapour, Hong-kong, Pékin) et Moyen-Orient (Dubai), Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 450 consultants (dont plus de 200 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Accuracy a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis 24 mois

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
févr-21	La Foncière Verte	PH Finance et Foncière PH Green	Offre publique de retrait	ODDO BHF
oct-20	Le Bélier	Guangdong Wencan	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Société Générale
avr-20	agta record	Assa Abloy	Offre publique d'achat	BNP Paribas
mars-20	EOS Imaging	Alphatec Holdings	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire (offre non aboutie)	ODDO BHF
août-19	Supersonic Imagine	Hologic	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Rotschild Martin Maurel

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'Accuracy en charge de l'activité évaluations et attestations d'équité, avec le concours de Bruno Husson, Associé Honoraire de notre cabinet, qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

- Henri Philippe dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est



également maître de conférences à l'*Ecole des Ponts ParisTech* et chargé de cours au *Groupe HEC*.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe a été assisté par deux consultants expérimentés disposant d'une expérience de plus de quatre ans en conseil financier, ainsi que par deux consultants juniors.

Dans le cadre du contrôle qualité, Bruno Husson a été assisté par Nicolas Paillot de Montabert, Associé d'*Accuracy* en charge des activités immobilières, et de Margaux Saint-Exupéry, *Senior Manager*.

- Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'*HEC* et docteur d'État en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du *Groupe HEC*, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié.
- Nicolas Paillot de Montabert dispose d'une expérience de plus de vingt ans dans le domaine du conseil financier. Depuis son arrivée au sein d'*Accuracy* en 2006, il a développé la pratique immobilière et a ainsi accompagné de nombreuses foncières et promoteurs immobiliers notamment dans leurs opérations de croissance externe. Il est également en charge de l'évaluation annuelle du promoteur immobilier *Cogedim*. Nicolas est diplômé de l'*ESSEC*.
- Margaux de Saint-Exupéry a une expérience de près de huit ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a réalisé de nombreuses missions d'évaluation pour des groupes familiaux et a participé à plusieurs missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Margaux est diplômée d'*HEC*.

1.3. Déclaration d'indépendance

Accuracy n'a réalisé aucune mission, et en particulier aucune mission d'évaluation, pour le compte de la Société ou de l'Initiateur au cours des 18 derniers mois.

Accuracy atteste, conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'*AMF* de « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 70 000 euros hors taxes.



1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaboré par l'Initiateur et ses conseils,
- analyse du contexte de l'Opération,
- analyse du contexte de l'Offre,
- entretiens avec les dirigeants opérationnels de *SEGRO France* (Cyril Derkenne, *Finance Director Southern Europe* et Directeur Général Délégué de *SEGRO France* et Flavien Caminati, *Investment Director France*), ci-après le « **Management de SEGRO** »,
- entretiens avec des représentants de la banque de l'Initiateur, *Lazard*,
- analyse de la performance financière historique de la Société à partir des rapports annuels de la période récente et des projets de bilan et compte de résultat de la Société au 31 décembre 2020,
- analyse de la vie boursière du titre *Sofibus Patrimoine* sur la période récente,
- examen critique de la référence d'évaluation représentée par le cours boursier du titre *Sofibus Patrimoine*,
- examen critique des références d'évaluation représentées par les transactions récentes sur le capital de la Société,
- revue de travaux effectués par l'expert immobilier en date du 31 décembre 2020 pour établir la valeur du patrimoine de la Société,
- calcul de l'Actif Net Réévalué de la Société au 31 décembre 2020,
- revue détaillée du plan d'affaires de la Société produit par l'Initiateur, modélisant son intégration dans le giron de *SEGRO France*,
- revue détaillée du plan d'affaires de la Société produit en septembre 2019 par *Philippe Hottinguer Finance* et *ODDO BHF*,
- analyse approfondie des opérations comparables, à savoir des offres publiques portant sur des foncières cotées depuis 2016,
- analyse approfondie des comparables boursiers de la Société,
- analyse approfondie des transactions comparables,
- analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la banque présentatrice de l'Offre, *Lazard*, dans le cadre de l'Offre,
- rédaction du présent rapport d'expertise.

Le contrôle qualité a été réalisé par Bruno Husson, assisté par Nicolas Paillot de Montabert, Associé d'*Accuracy*, et Margaux Saint-Exupéry, *Senior Manager*, qui n'ont pas participé directement à la mission.



-
- Après s'être entretenus avec l'équipe à plusieurs reprises au démarrage de la mission sur le contexte et les caractéristiques de l'Offre, ils ont procédé à une relecture critique du rapport qui a conduit à modifier et approfondir certaines analyses.
 - Les travaux d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (ANR et méthode d'évaluation par les flux en particulier) ont également fait l'objet d'une revue analytique.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement Général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 12 janvier 2021, date de notre première réunion avec la Société et ses conseils, au 17 février 2021, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu plusieurs réunions de travail avec la Société, les conseils de celle-ci, l'Initiateur et sa Banque-conseil :

- Semaine du 18 janvier au 22 janvier 2021 :
 - réunion de présentation de l'Opération avec l'Initiateur de l'Offre et les conseils de la Société,
- Semaine du 25 janvier au 29 janvier 2021 :
 - réunion concernant la présentation de la Société, de ses données financières historiques et du plan d'affaires avec le l'Initiateur de l'Offre et la Banque présentatrice,
 - réunion concernant les méthodes d'évaluation retenues avec la Banque présentatrice,
- Semaine du 1er février au 5 février 2021 :
 - seconde réunion concernant les méthodes d'évaluation retenues avec la Banque présentatrice,
- Semaine du 8 février au 12 février 2021 :
 - réunions de finalisation des travaux avec les avocats conseil de l'Initiateur et la Banque présentatrice.

1.5.3. Informations utilisées

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par la Société, à savoir :

- synthèse globale, au format Excel, des expertises immobilières sur la totalité du patrimoine de la Société en date du 31 décembre 2020 (sur la base d'un état locatif à fin mai 2020) par *CBRE*, société d'expertise immobilière,
- projets de bilan et compte de résultat de la Société au 31 décembre 2020 (non audités),
- certaines informations financières complémentaires présentant un niveau de détail supérieur à celui des comptes consolidés pour certains postes de bilan au 31 décembre 2020,
- plan d'affaires établi par *SEGRO France*,
- plan d'affaires établi par *Philippe Hottinguer Finance* et *ODDO BHF* daté de septembre 2019,



-
- rapport présentant l'Opération et l'évaluation de la Société produit par la Banque présentatrice, *Lazard*,
 - contrats de cession et d'acquisition entre *SEGRO France* et les actionnaires sortants précédant la date de l'Offre,
 - conventions et accords connexes en place à la date de l'Offre,
 - principaux litiges en cours à la date de l'Offre,
 - état détaillé de l'actionnariat et des droits de vote à la date de l'Offre,
 - procès-verbaux récents du Conseil d'Administration de la Société,
 - procès-verbaux récents de l'Assemblée Générale de la Société,
 - état locatif de la Société au 31 décembre 2020,
 - projet de note d'information, en date du 17 février 2021.

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

- rapports annuels et semestriels de la Société,
- communiqués de presse de la Société,
- rapports annuels des sociétés comparables,
- notes en réponse incluant les travaux de l'expert indépendant sur les offres publiques comparables (offres publiques portant sur des foncières cotées françaises),
- informations de marché diffusées par les bases de données financières, *Capital IQ*, *Bloomberg* et *Mergermarket*.

1.5.4. Liste des principales personnes avec lesquelles nous avons échangé au cours de notre mission

- Mark Richardson, Avocat conseil de l'Initiateur, *Cabinet Archers*
- Céline Maironi Persin, Avocat conseil de l'Initiateur, *Cabinet Archers*
- Gaspard-Etienne Bats, Avocat conseil de l'Initiateur, *Cabinet Archers*
- Vincent Thillaud, Banque présentatrice, *Lazard*
- Simon Mechali, Banque présentatrice, *Lazard*
- Bertrand Uchan, Banque présentatrice, *Lazard*
- Hugo Toujas, Banque présentatrice, *Lazard*
- Laurence Giard, société initiatrice de l'Offre, *SEGRO France*
- Cyril Derkenne, société initiatrice de l'Offre, *SEGRO France*
- Flavien Caminati, société initiatrice de l'Offre, *SEGRO France*

1.5.5. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les actionnaires ou les conseils de la Société nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les valeurs d'expertises immobilières au 31 décembre 2020 servant de base au calcul de l'actif net réévalué de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation de notre part. Néanmoins, nous avons analysé les travaux d'évaluation de l'expert immobilier sur la globalité du patrimoine de la Société pour nous assurer de la cohérence de ces derniers.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

Dans le cadre de notre mission, nous avons obtenu de la part de la Société et de l'Initiateur deux lettres d'affirmation.



2. Contexte de l'Offre

2.1. Présentation de la Société

2.1.1. Caractéristiques opérationnelles de Sofibus Patrimoine

Une foncière cotée dédiée principalement à l'exploitation d'un parc d'activités implanté dans le Val-de-Marne

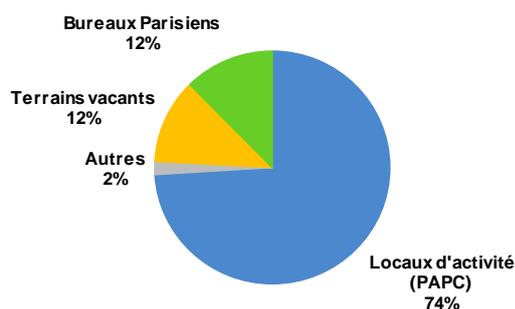
Sofibus a été créée en octobre 1969 et introduite au marché hors cote de la Bourse de Paris en 1975. Elle est aujourd'hui cotée sur le compartiment B d'Euronext Paris et est restée, jusqu'au lancement de l'Opération, contrôlée par la famille Hottinguer, largement majoritaire dans son actionnariat (cf. section 2.2.1).

La Société a acquis en 1970 un premier terrain à vocation industrielle de 36 hectares sur la commune de Bonneuil-sur-Marne, suivi en 1973 de l'obtention d'un contrat de ZAC (Zone d'Aménagement Concerté). En 1974, la Société procède à l'achat de deux terrains supplémentaires à Bonneuil-sur-Marne et Sucy-en-Brie. Depuis, Sofibus s'est spécialisée dans le développement et la gestion de ce parc de locaux d'activité.

La Société emploie au 30 juin 2020 deux employés, l'assistante de M. Jean-Marc Costes, ainsi que M. Jean-Marc Costes, qui a par ailleurs exercé le mandat de Directeur Général de la Société jusqu'au 18 décembre 2020.

Au 31 décembre 2020, le portefeuille immobilier de Sofibus Patrimoine s'étend sur une surface construite de 141 893 m² et comprend environ 163 baux. Au 31 décembre 2020, la valeur de marché des actifs détenus est estimée à 271,7 m€² hors droits (contre 189,5 m€ hors droits au septembre 2017 lors de la dernière évaluation). Le taux d'occupation au 31 décembre 2020 sur l'ensemble des actifs de la Société s'établit à 97,5 % (dont 97,4 % sur le Parc d'Activité des Petits Carreaux)³.

Sofibus Patrimoine – Répartition de la valeur du patrimoine au 31 décembre 2020

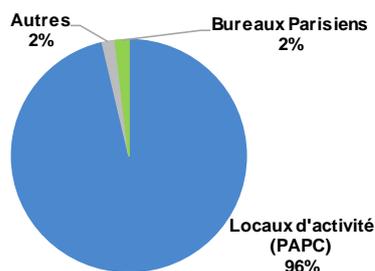


Source : Synthèse expertises CBRE au 31 décembre 2020

² La valeur de marché des actifs correspond à la « Net Say Value » estimée par CBRE au 31 décembre 2020 dans son expertise.

³ Sur la base des états locatifs au 31 décembre 2020 de la Société.

Sofibus Patrimoine – Répartition des surfaces construites au 31 décembre 2020



Source : Synthèse expertises CBRE au 31 décembre 2020

Un portefeuille immobilier essentiellement concentré sur le Parc d'Activités des Petits Carreaux

Au 31 décembre 2020, le portefeuille immobilier de *Sofibus* est essentiellement composé de locaux d'activité localisés sur le Parc d'Activités des Petits Carreaux (« **PAPC** ») à Bonneuil-sur-Marne en région parisienne.

Le PAPC dispose d'une surface totale⁴ construite au 31 décembre 2020 de 136 715 m² et abrite environ 155 entreprises et 3 000 employés, répartis sur 36 immeubles. Son modèle économique associe (i) la proximité de Paris, (ii) une localisation bien desservie par les liaisons de transports, (iii) une large gamme de services aux entreprises (RIE, conciergerie, achats groupés, etc.).

La valeur d'expertise des immeubles sur le site du PAPC de la Société ressort au 31 décembre 2020 à 201,2 m€ (hors droits), soit une valeur au m² de 1 471 €, pour un taux d'occupation moyen de 97,4 %⁵ et un *Net Initial Yield* moyen de 5,5 % (sur la base des valeurs estimées par *CBRE*).

En dehors de ces locaux d'activité, la Société possède également plusieurs autres actifs situés sur ou à proximité du site PAPC :

- deux réserves foncières sur des sites situés à proximité du PAPC : le premier d'une surface de 96 600 m² à Bonneuil-sur-Marne au sein de la ZAC « Bonneuil-Sud » et le second d'une surface de 71 300 m² à Sucy-en-Brie dans la continuité nord-est du PAPC. Ces terrains nus sont estimés à une valeur hors droits de, respectivement, 19,3 m€ et 10,0 m€ par *CBRE*. Aucun permis de construire n'a pour l'instant été obtenu : (i) aucune demande n'a été faite pour le terrain de Bonneuil Sud et (ii) un recours est actuellement en cours concernant l'obtention pour le terrain de Sucy-en-Brie,
- deux zones au sein du PAPC qui ne sont pas encore exploitées, d'une surface respective de 6 480 m² et 4 540 m², estimées par *CBRE* au 31 décembre 2020 à 2,7 m€,
- deux baux emphytéotiques concernant un restaurant *Hippopotamus* d'une surface de 500 m² (sur le site du PAPC) avec une durée restante d'un peu plus de 3 ans et un distributeur *Chronodrive* (sur le site de Bonneuil Sud) d'une surface de 2 029 m² avec une durée restante d'un peu plus de 30 ans et ayant des valeurs hors droits de, respectivement, 2,0 m€ et 3,0 m€.

⁴ Hors restaurant *Hippopotamus*.

⁵ Sur la base des états locatifs au 31 décembre 2020 de la Société.



La Société possède également un immeuble situé dans Paris et sans lien avec la zone d'activités PAPC

La Société possède un immeuble de bureaux au 43/45 rue Taitbout dans le 9^{ème} arrondissement de Paris d'une surface de 2 649 m² acquis en 2010 et dont la valeur hors droits est estimée à 33,6 m€ au 31 décembre 2020.

Des investissements en continu dans la rénovation et le développement des bâtiments existants

Les investissements de *Sofibus* se concentrent principalement sur le parc immobilier avec la mise en place d'un programme de rénovation des bâtiments existants du PAPC.

Les travaux de rénovation sur les exercices 2017, 2018 et 2019 se sont élevés au total à 1,5 m€ et ont été autofinancés.

La construction de nouveaux bâtiments de conception moderne a également été entreprise et deux bâtiments au sein du PAPC ont été livrés récemment :

- un bâtiment à usage mixte (BIL 25) d'une surface de 2 904 m² et d'une valeur de 7,5 m€ (hors droits à décembre 2020) a été livré en août 2019,
- un bâtiment (BIL 26) d'une surface de 1 539 m² et d'une valeur de 4,0 m€ (hors droits à décembre 2020) a été livré en janvier 2020,
- en outre, des travaux dans le cadre d'un Bail commercial en l'État Futur d'Achèvement (BEFA) avec l'enseigne *ADEO* portant sur une superficie de 11 296 m² d'une valeur de 19,9 m€ (hors droits à décembre 2020) ont été achevés en juillet 2020.

Enfin, un permis de construire a été obtenu en octobre 2019 et porte sur la construction dans le PAPC d'un bâtiment d'activités mixte (BIL 27) d'une surface de plancher de 2 124 m².

2.1.2. Performance financière historique

Un chiffre d'affaires en croissance continue depuis 2018, peu impacté par la crise sanitaire de la covid-19, fortement dépendant du Parc d'Activités des Petits Carreaux

Sofibus tire principalement ses revenus des loyers perçus sur les actifs détenus, en hausse en moyenne de 8,5 % par an sur la période 2018-2020, pour atteindre 14,0 m€ en décembre 2020, la crise sanitaire de la covid-19 n'ayant eu qu'un impact limité sur l'activité de la Société. La croissance des revenus locatifs a principalement été soutenue par la hausse des surfaces louées suite à la commercialisation et la livraison de nouveaux bâtiments (BIL 25 entré en service mi-2019, BIL 26 entré en service début 2020 et *ADEO* mi-2020).

Une très large majorité des loyers sont issus du PAPC, qui représente 89,2 % du montant total généré par *Sofibus* (au 30 juin 2020). La location de l'immeuble de bureaux située rue Taitbout représente 9,2 % des loyers totaux (au 30 juin 2020). Les autres revenus locatifs sont issus d'un bail à construction avec *Chronodrive* sur le terrain de Bonneuil Sud.

Le chiffre d'affaires de la Société qui intègre également des charges locatives refacturées (3,1 m€ en 2020) et d'autres produits locatifs et prestations diverses (0,4 m€), est en hausse de 7,1 % par an en moyenne sur la période 2018 – 2020.

Une rentabilité en forte amélioration, résultant d'une baisse importante des charges sur immeubles liée à un taux de vacance limité

L'excédent brut d'exploitation (EBE) est également en forte hausse sur la période 2018-2020 avec un TCAM (Taux de croissance annuel moyen) de 15,1 %, bien supérieur au taux de croissance du chiffre d'affaires et conduit logiquement à une forte amélioration de la marge d'EBE de 8,2 points de base sur la période (de 52,9 % à 61,1 %). Au-delà d'une croissance importante des loyers, cette hausse trouve principalement sa source dans une baisse drastique des charges liées à la vacance dans les différents immeubles (TCAM de (7,6) %), qui représentent 22,6 % du chiffre d'affaires en 2020 contre plus de 30,0 % en 2018. Cette forte réduction des charges de vacance s'explique principalement par la hausse du taux d'occupation passant de 91,3 % à décembre 2018 à 97,5 % à décembre 2020.

Au total, sur la période, la performance de la Société a été favorablement impactée (i) par la livraison de nouveaux bâtiments permettant la croissance des loyers et (ii) la réduction du taux de vacance permettant à la fois une amélioration du taux de vacance et du taux de refacturation des charges locatives (qui passent de 64% en 2018 à 79% en 2020).

Le résultat d'exploitation est en forte hausse sur la période (TCAM 2018-2020 de 14,9 %). Cependant, en 2020 la forte hausse des dotations aux amortissements et provisions liée à la mise en service de nouveaux immeubles (effet année pleine de BIL 25 et 26) et le passage de dotations liées à des créances douteuses (effet covid-19) affectent la marge d'exploitation qui passe ainsi de 49,1 % en 2019 à 46,4 % en 2020.

La forte hausse des charges financières en 2020, comparée aux niveaux historiques, est liée à la souscription d'un emprunt de 13,6 m€ en juillet auprès d'*HSBC* pour financer les travaux en cours sur BIL 27 et de futurs investissements.

Le résultat net est lui fortement impacté en 2020 par la hausse des charges exceptionnelles, liées à l'indemnité de rupture avec *OCEPRO* de 1,5 m€ et d'une dotation de 2,4 m€ liée à une provision concernant le départ de l'ancien Directeur Général de la Société, M. Jean-Marc Costes.



Sofibus Patrimoine - Compte de résultat

En k€	déc.-18	déc.-19	déc.-20
+ Loyers locatifs	11 923	12 640	14 026
+ Charges locatives refacturées	2 990	3 092	3 138
+ Autres produits	371	886	375
= Total chiffre d'affaires	15 284	16 618	17 539
<i>Taux de croissance (%)</i>	1,3 %	8,7 %	5,5 %
- Charges sur immeubles	4 638	4 014	3 960
- Frais de fonctionnement	2 558	2 891	2 859
= Excédent brut d'exploitation	8 088	9 713	10 720
<i>Taux de croissance (%)</i>	2,3 %	20,1 %	10,4 %
<i>En % du chiffre d'affaires total</i>	52,9 %	58,4 %	61,1 %
+ Reprises sur amortissements et dépréciation, transferts de charges	4	534	177
- Dotations aux amortissements et provisions	1 898	1 892	2 588
+ Autres produits et charges	(32)	(191)	(167)
Résultat d'exploitation	6 162	8 164	8 142
<i>Taux de croissance (%)</i>	3,8 %	32,5 %	(0,3)%
<i>En % du chiffre d'affaires total</i>	40,3 %	49,1 %	46,4 %
+ Résultat financier	12	(5)	(102)
+ Résultat exceptionnel	(27)	(455)	(3 777)
- Impôt sur les bénéfices	2 220	2 723	1 289
= Résultat de l'exercice	3 927	4 981	2 974
<i>Taux de croissance (%)</i>	5,3 %	26,8 %	(40,3)%

Source : Rapports annuels, projet de comptes annuels

Distribution des dividendes

Depuis 2017, les actionnaires de *Sofibus Patrimoine* ont bénéficié d'une hausse continue des dividendes versés sur les 3 derniers exercices : 5,26 €, 5,92 € et 6,00 € par action respectivement en 2017, 2018 et 2019, correspondant à un taux de distribution moyen sur les 3 périodes de 104,5 % du bénéfice net. Cependant, malgré la récurrence de cette distribution, *Sofibus* ne communique pas sur sa politique de distribution future.

2.2. Vie boursière de *Sofibus Patrimoine*

2.2.1. Structure de l'actionariat et liquidité du titre

Les actions de la Société sont cotées sur *Euronext Paris* (Compartiment B). Le 11 décembre 2020, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Opération, la capitalisation boursière s'élevait à 162,7 m€, avec un cours de l'action de 214,0 €.

Actionariat historique de la Société :

La Société a été fondée en 1969 par M. Henri Hottinguer. Elle est depuis restée contrôlée par lui⁶ et par M. Paul Hottinguer.

⁶ Puis par sa succession (suite à son décès en avril 2015).

Au moment de l'Opération, la Société était contrôlée par un ensemble d'actionnaires agissant de concert (le « **Concert** »), liés par un pacte conclu en décembre 2013, amendé par un avenant en juillet 2018, à l'effet de garantir la permanence du contrôle de la famille Hottinguer sur la Société.

Le 14 décembre 2020, le Concert détenait 427 939 actions (soit 56,29 % du capital et 55,78 % des droits de vote) et était composé de huit actionnaires :

- M. Paul Hottinguer détenant 186 637 actions (soit 24,55 % du capital et 24,23 % des droits de vote),
- M. Frédéric Hottinguer détenant 2 836 actions (soit 0,31 % du capital et 0,49 % des droits de vote),
- *Hottinguer Participations Françaises BV* (« **HPF BV** ») détenant 169 448 actions (soit 22,29 % du capital et 22,00 % des droits de vote),
- *Omnium de Conseil et de Promotion SAS* (« **OCEPRO** ») détenant 12 939 actions (soit 1,70 % du capital et 1,72 % des droits de vote),
- *Société de Placement et de Conseils SARL* (« **SOPLACO** ») détenant 14 373 actions (soit 1,89 % du capital et 1,87 % des droits de vote),
- *Financière Hottinguer SAS* détenant 12 292 actions (soit 1,62 % du capital et 1,60 % des droits de vote),
- *Hériot NV* détenant 24 703 actions (soit 3,25 % du capital et 3,20 % des droits de vote),
- *La Succession Henri Hottinguer* détenant 5 161 actions (soit 0,68 % du capital et 0,67 % des droits de vote).

Il est précisé que les sociétés *Hottinguer Participations Françaises BV*, *OCEPRO*, *SOPLACO*, *Financière Hottinguer SAS* et *Hériot NV* sont ultimement contrôlées et détenues par la *Succession Henri Hottinguer*.⁷

À cette même date, *SEGRO France* détenait une participation de 148 217 actions dans le capital de la Société (soit 19,50 % du capital et 19,24 % des droits de vote), acquis en janvier 2018 auprès de *HARWANNE Compagnie de Participations Industrielles et Financières*, pour un prix de 138 € par action.

Enfin, à cette date, Mme Véronique Bowdler-Raynar est la dernière actionnaire significative avec 69 192 actions (soit 9,10 % du capital et 8,98 % des droits de vote).

Description de l'Opération et actionariat à la veille de l'Offre

SEGRO France a adressé une offre ferme le 11 décembre 2020 à chacun des membres du Concert pour acquérir l'intégralité des actions de *Sofibus Patrimoine* détenues par le Concert. Le projet de cession a été ensuite présenté au conseil d'administration de la Société le 14 décembre 2020.

Le 14 décembre 2020, *SEGRO France* a conclu les accords suivants avec les principaux actionnaires de la Société permettant l'acquisition de 569 379 actions :

- (i) L'acquisition d'un bloc de titres de 422 778 actions représentant 55,61 % du capital et 55,10 % des droits de vote de *Sofibus Patrimoine* auprès du Concert Cédant pour un prix de 313,71

⁷ Cf. Avis AMF n°218C1412 en date du 7 août 2018.



€ par action. Cette acquisition était conditionnée (i) au transfert de propriété à *SEGRO France* d'un minimum de 421 392 actions *Sofibus Patrimoine* par le Concert Cédant et (ii) au transfert de propriété à *SEGRO France* d'un minimum de 69 187 actions *Sofibus Patrimoine* par Mme Véronique Bowdler-Raynar.

- (ii) Le même jour, Mme Véronique Bowdler-Raynar a conclu un accord portant sur la cession à *SEGRO France* de 69 192 actions portant sur 9,10 % du capital et 8,98 % des droits de vote pour un prix de 313,71 € par action. Cette acquisition était conditionnée à (i) le transfert de propriété à *SEGRO France* d'un minimum de 69 187 actions *Sofibus Patrimoine* par Mme Véronique Bowdler-Raynar, et (ii) la signature d'un contrat de cession et d'acquisition ferme et définitif par *SEGRO France* et le Concert Cédant et (b) le transfert de propriété à *SEGRO France* d'au moins 421 392 actions *Sofibus Patrimoine* par le Concert Cédant.
- (iii) Le même jour, *SEGRO France* a conclu l'acquisition au prix de 313,71 € par action d'une partie (5 132 actions) de la participation de la *Succession Henri Hottinguer* (soit 5 132 actions sur 5 161 portant sur 0,68 % du capital et 0,67 % des droits de vote). Cette acquisition était conditionnée à (i) (a) la signature d'un contrat de cession et d'acquisition ferme et définitif par *SEGRO France* et le Concert Cédant et (b) le transfert de propriété à *SEGRO France* d'au moins 421 392 actions *Sofibus Patrimoine* par le Concert Cédant, et (ii) (a) la signature d'un contrat de cession et d'acquisition ferme et définitif par *SEGRO France* et Mme Véronique Bowdler-Raynar et (b) le transfert de propriété à *SEGRO France* d'au moins 69 187 actions *Sofibus Patrimoine* par Mme Véronique Bowdler-Raynar.
- (iv) Le même jour, *SEGRO France* a conclu l'acquisition au prix de 313,71 € par action avec plusieurs actionnaires minoritaires (Jean-Philippe Hottinguer, Jean-Conrad Hottinguer, Emmanuel Hottinguer, Elizabeth Hottinguer, François-Xavier Hottinguer, *Fondation Aesculapia Research* et *Grand Port Investment Ltd.*) d'un bloc de 72 277 actions de la Société (représentant 9,51 % du capital et 9,38 % des droits de vote). Cette acquisition était conditionnée à la réalisation des acquisitions décrites ci-dessus.

Au total, à la suite de ces différentes transactions, l'Initiateur a porté sa participation dans le capital de la Société à 717 596 actions (représentant 94,39 % et 93,36 % des droits de vote⁸).

Au 31 décembre 2020, le flottant effectif de la Société représentait 5,54 % des actions en circulation, soit 42 128 actions.⁸

Sofibus Patrimoine - Actionnariat à la veille de l'Offre

	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote*	% des droits de vote
<i>SEGRO France</i>	717 596	94,39 %	717 596	93,36 %
Public	42 128	5,54 %	51 039	6,64 %
Actions auto-détenues	535	0,07 %	-	-
Total	760 259	100,00 %	768 635	100,00 %

Source : Contrats de cession et d'acquisition au 14 décembre 2020

Note: (*) sur la base des droits de vote au 31 décembre 2020

À la connaissance de l'Initiateur et de la Société, il n'existe aucun droit, titre de capital, ou instrument financier pouvant donner accès au capital de la Société, autre que les actions de la Société.

⁸ Sur la base du nombre d'actions et de droits de vote au 31 décembre 2020, incluant 535 actions auto détenues, comme communiqué par la Société le 19 janvier 2021.



Sur les douze derniers mois avant l'annonce de l'Offre, les volumes échangés sont faibles et s'élèvent au total à un peu plus de 2 697 actions, soit moins de 2,36 % du flottant. Les volumes quotidiens moyens sur les 12 derniers mois s'établissent à 16,8 titres par jour, et représentent en cumulé sur l'année 0,35 % du capital de la Société. Cette faible rotation démontre le caractère peu liquide du titre *Sofibus Patrimoine*. Conséquence de cette faible liquidité, la Société n'est suivie par aucun analyste financier. Dès lors, les conditions d'une bonne efficacité du marché du titre *Sofibus Patrimoine* ne sont pas réunies : taille limitée du flottant, faible volume des échanges journaliers et une information publique restreinte.

Sofibus Patrimoine - Liquidité des titres à la veille de l'annonce de l'Opération

	Cours de bourse moyen pondéré (€)*	Cours de bourse moyen observé (€)	Volume quot. Moyen		Volumes cumulés		
			# de titres	En % du capital	# de titres	En % du capital	En % du flottant **
11-déc.-20	214,0	214,0	10,0	0,0 %	10,0	0,0 %	0,0 %
Dernière semaine	213,0	212,8	6,2	0,0 %	31,0	0,0 %	0,0 %
Dernier mois	201,3	205,1	10,8	0,0 %	227,0	0,0 %	0,2 %
3 derniers mois	187,3	194,3	21,6	0,0 %	1 254,0	0,2 %	1,1 %
6 derniers mois	188,4	195,9	14,6	0,0 %	1 546,0	0,2 %	1,4 %
12 derniers mois	195,5	199,1	16,8	0,0 %	2 697,0	0,4 %	2,4 %

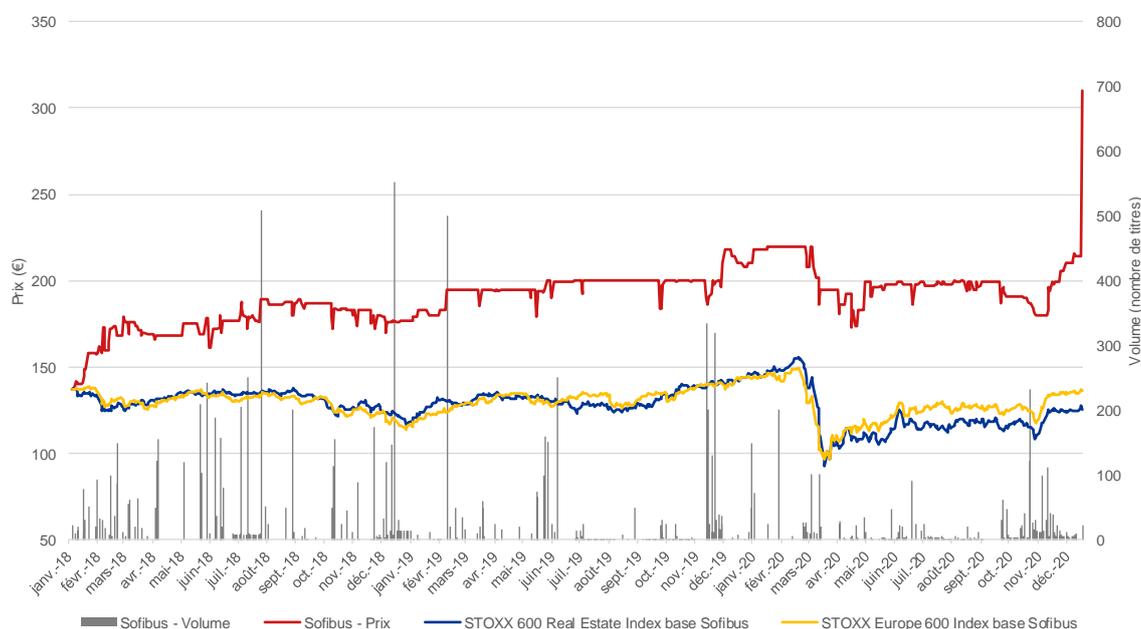
Source : Capital IQ

Note* : calculé sur la base des volumes intrajournaliers.

Note** : calculé sur la base du nombre d'actions détenues au 30 juin 2020 par le public, ie 114 376 actions et 262 actions auto détenues.

2.2.2. Évolution historique du cours de bourse

Sofibus Patrimoine – Cours de bourse depuis janvier 2018



Source : Capital IQ, Bloomberg

Évolution sur les trois années précédant l'annonce de l'Opération

Étant donné le volume limité des échanges sur le titre, le cours de bourse de la Société n'est ni corrélé aux performances opérationnelles ni aux annonces de la Société. Il semble davantage suivre l'évolution des indicateurs macroéconomiques et le contexte économique mondial.



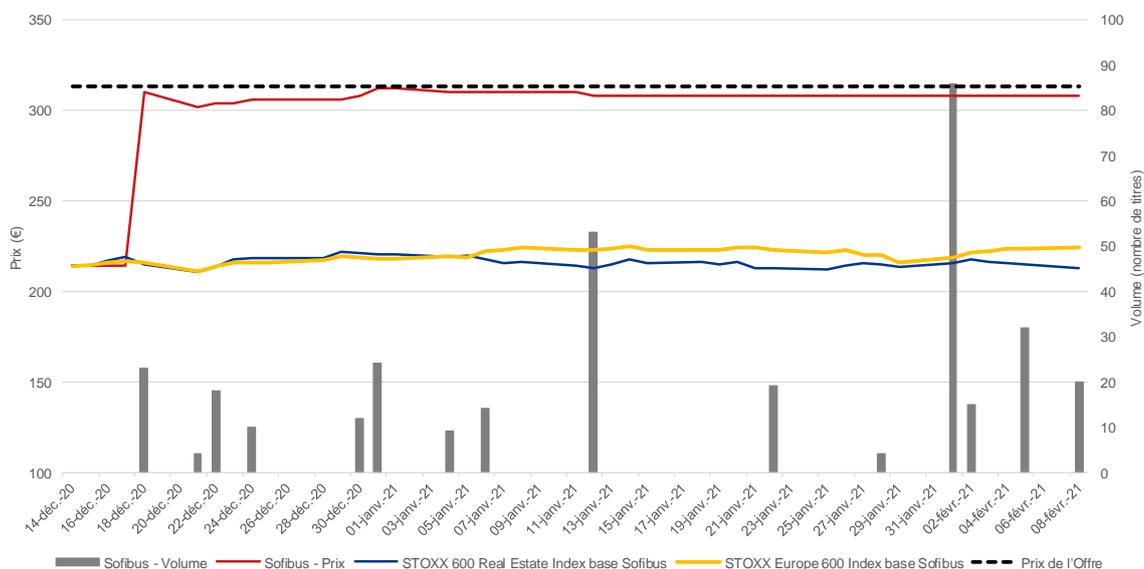
Au cours des trois années précédant l'annonce de l'Opération, le cours de bourse de la Société a toutefois largement surperformé celui des autres sociétés du secteur et le marché dans son ensemble :

- Cette surperformance est particulièrement importante entre janvier 2018 et mars 2018, faisant suite à l'entrée au capital de *SEGRO France*.
- Entre février 2020 et mai 2020, le cours subit une correction importante au même titre que les indices du secteur suite à la crise de la covid-19. Cette correction est particulièrement importante pour le secteur de l'immobilier en lien avec un fort risque de non-perception des loyers, de l'augmentation des taux de vacance et de retards dans l'achèvement des travaux en cours.
- En mai 2020, le cours de la Société retrouve son niveau de fin d'année 2019 (pré covid-19), soutenu par la reprise mondiale.
- En octobre et novembre 2020, le cours de la Société subit une seconde correction importante suite à la 2^{ème} vague du coronavirus et la mise en place en Europe de nouvelles mesures restrictives.
- En décembre 2020, avant l'annonce de l'Opération, le cours de la Société est en forte hausse, porté par des tendances macroéconomiques (comme pour le reste du secteur), suite à l'espoir d'arrivée sur le marché de vaccins.

Au total, à la veille de l'annonce de l'Opération, le 13 décembre 2020, le dernier cours de bourse de l'action s'établit à 214 € par action, en forte croissance sur les 3 dernières années.

Évolution depuis l'annonce de l'Opération

Sofibus Patrimoine – Cours de bourse depuis l'annonce de l'Opération



Source : Capital IQ, Bloomberg

Le cours de *Sofibus* s'élève à 214,0 € le lendemain du jour de l'annonce de l'Opération et jusqu'au 17 décembre 2020 inclus, sans qu'aucun mouvement ne soit observé sur le cours, en partie lié à la suspension de la cote les 14 et 15 décembre 2020.



Le 18 décembre, premier jour où des négociations sont observées depuis l'annonce de l'Opération, le cours s'apprécie de +44,9 % sur la journée et s'établit à 310,0 € par action à la clôture, soit un niveau légèrement inférieur au prix d'Offre de 313,71 € proposé par l'Initiateur pour l'acquisition d'une participation majoritaire.

Depuis, le cours s'est stabilisé légèrement au-dessous du prix de l'Offre à 308,0 € par action. Aucune communication financière n'a eu lieu depuis la date de l'Offre de la part de la Société, à l'exception d'informations relatives au nombre total de droits de vote et d'actions composant le capital.

2.3. Implications sur la démarche d'évaluation

Les caractéristiques opérationnelles de la Société ont des implications importantes sur la mise en œuvre de l'approche multicritères requise pour estimer la valeur de ses actions. Il convient d'en tenir compte de façon rigoureuse, tant dans l'examen des références d'évaluation disponibles que dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation. La section qui suit précise les implications des caractéristiques opérationnelles de la Société pour chacune des références et des méthodes d'évaluation examinées dans le cadre du présent rapport d'expertise.

S'agissant de la référence du cours de bourse avant l'annonce de l'Opération, le nombre limité de titres échangeables sur le marché rend l'action *Sofibus* très peu liquide. La première conséquence est que le marché du titre est peu efficient et, dès lors, le cours de l'action ne reflète vraisemblablement pas toutes les informations disponibles sur la Société et ses perspectives. Le cours de bourse ne constitue donc pas une référence pertinente pour estimer la valeur de la Société. Seconde conséquence, la Société n'est suivie par aucun bureau d'analyse financière, il n'y a donc aucun objectif de cours disponible.

Seules les transactions constitutives de l'Opération, conclues entre l'Initiateur et un certain nombre d'actionnaires (dont les actionnaires contrôlants de la Société), constituent des références d'évaluation pertinentes pour estimer la valeur de la Société. À ce stade de l'analyse, nous pouvons d'ores et déjà constater que l'ensemble de ces transactions ont été réalisées au prix de 313,71 € par action, prix strictement identique au Prix d'Offre. En revanche, s'agissant de transactions permettant à l'Initiateur d'emporter le contrôle de la Société, ce prix ne constitue vraisemblablement pas une référence pertinente pour estimer la « **Valeur Intrinsèque** » de la Société⁹.

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

La Société et l'Initiateur nous ont chacun communiqué un plan d'affaires pour le périmètre d'activités de la Société. Nous avons étudié la pertinence de ces deux plans pour (i) estimer la Valeur Intrinsèque de la Société via la méthode d'évaluation par les flux (méthode DCF pour *discounted cash flows*) et conforter ainsi les estimations données par la méthode de l'ANR, (ii) analyser le caractère équitable du Prix Offre.

En ce qui concerne la méthode des comparaisons boursières, les caractéristiques du portefeuille d'actifs rendent la Société difficilement comparable aux autres sociétés du secteur. En effet, il

⁹ Telle que définie en section 4.2.



n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées réunissant des critères de comparabilité pertinents en termes de typologie d'actifs (unicité de la localisation géographique, actifs détenus, taux de rendement, etc.) et prenant en compte l'absence de statut SIIC. Dès lors, la méthode des comparables boursiers ne peut être appliquée de manière satisfaisante.

Pour les mêmes raisons, la méthode des transactions comparables se heurte à la difficulté d'identifier des transactions comparables récentes ayant impliqué des acteurs comparables à *Sofibus*. Néanmoins, compte tenu de la nature de l'Offre, à savoir une OPAS-RO visant les titres d'une société foncière française, nous nous sommes interrogés sur l'ampleur des primes payées sur le cours de bourse et sur l'ANR dans des opérations similaires afin d'apprécier le niveau de prime offert aux Actionnaires Minoritaires dans le cadre de l'Offre.



3. Description de l'Offre et des modalités d'appréciation de l'équité de ses conditions financières

Après avoir décrit les principales caractéristiques de l'Offre, la présente section a pour objet de présenter les modalités d'appréciation des conditions financières de l'Offre.

3.1. Description de l'Offre et des effets attendus du rapprochement avec *SEGRO France*

3.1.1. Description de l'Offre

Le 14 décembre 2020, *SEGRO France* a conclu l'achat de 569 379 actions de la Société (soit 74,89 % du capital et 74,13 % des droits de vote) auprès du concert Hottinguer, de Mme Véronique Bowdler-Raynar et de plusieurs minoritaires appartenant aussi à la famille Hottinguer (*Groupe Jean-Philippe Hottinguer*). Ces différentes transactions ont toutes été réalisées sur la base d'un prix de 313,71 € par action.

À la suite de ces acquisitions, *SEGRO France*, qui détenait déjà 148 127 actions, a porté sa participation dans le capital de la Société à 717 596 actions (représentant 94,39 % et 93,36 % des droits de vote¹⁰).

S'agissant d'un ensemble de transactions emportant le contrôle de la Société, conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'AMF), *SEGRO France* est dans l'obligation d'initier une offre publique d'achat obligatoire sur le solde du capital de la Société. Cette Offre a été déposée au prix de 313,71 € par action, prix identique à celui qui a servi de base à l'Opération.

L'Initiateur, qui détient au moment l'Offre 94,39 % du capital et 93,36 % des droits de vote de la Société¹⁰, a également indiqué son intention de procéder au retrait obligatoire des titres de la Société non apportés à l'Offre.

À la date de l'Offre, à l'exception des actions mentionnées ci-dessus, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur et de la Société, aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

3.1.2. Effets attendus du rapprochement avec *SEGRO France*

Créé en 1920, *SEGRO Plc* est un fonds d'investissement immobilier (*Real Estate Investment Trust*) basé au Royaume-Uni qui possède, développe et gère des biens immobiliers industriels et logistiques au Royaume-Uni et en Europe continentale.

SEGRO Plc gère un portefeuille de plus de 8 millions de mètres carrés composé essentiellement d'entrepôts (urbains, grande capacité) et d'autres actifs industriels. Ses principaux clients sont *DHL*, *Amazon* et *Fedex*. À fin 2020, *SEGRO Plc* détient des actifs pour une valeur de plus de 11 Mds£ et sa capitalisation boursière excède également 11 Mds£.

¹⁰ Sur la base des droits de vote au 31 décembre 2020, incluant 535 actions auto détenues comme communiqué par la Société le 19 janvier 2021.



Les effets attendus du rapprochement de la filiale française de *SEGRO Plc*, *SEGRO France*, avec la Société sont multiples.

- Synergies commerciales : *SEGRO France* anticipe une amélioration significative du taux d'occupation du Parc d'Activités des Petits Carreaux suite à la mise en œuvre de travaux de rénovation d'envergure. Pour mettre en œuvre ces travaux, l'Initiateur compte capitaliser sur son expérience et son savoir-faire pour optimiser les coûts et fournir, à terme, des prestations *premiums*. *SEGRO France* pourra également proposer à certains de ses locataires actuels présents sur d'autres sites des locaux au sein du PAPC.
- Synergies opérationnelles : *SEGRO France* dispose d'un ensemble de fonctions centrales (*back-office*, comptabilité, systèmes informatiques, etc.), dont la Société pourra disposer dès son intégration dans le nouvel ensemble. Étant donné la taille de *SEGRO Plc*, la Société bénéficiera d'économies d'échelle importantes qui devraient diminuer ses frais généraux non refacturables aux locataires.
- Synergies d'investissement : *SEGRO France* entend également mettre à disposition son savoir-faire en matière d'investissement et mettre à disposition de la Société une enveloppe d'investissement significative afin de rénover et développer son patrimoine.
- Synergies fiscales : après l'opération, les activités de *Sofibus Patrimoine* seront logées au sein de la filiale française de *SEGRO Plc* (*SEGRO France*) qui opère sous le statut fiscal avantageux des SIIC (Société d'Investissement Immobilier Cotée). Sur l'horizon du plan d'affaires, la Société ne paiera pas d'impôt sur les sociétés sur les résultats issus de ses activités immobilières. En contrepartie, lors de la transaction, la Société devra s'acquitter d'un impôt libératoire sur les plus-values latentes (« *exit tax* ») au taux de 19,0 % et payable sur 4 ans.
- Par ailleurs, la sortie de bourse de la Société devrait également permettre de faire l'économie des coûts liés à la cotation. L'acquéreur estime ces coûts à environ 20 k€ par an.

Nous comprenons que ces éléments de synergies ont été intégrés par le Management de *SEGRO* dans le plan d'affaires qui nous a été transmis par l'Initiateur.

3.2. Caractéristiques de l'Offre et objectif du présent rapport d'expertise

L'analyse de l'Offre fait apparaître deux caractéristiques importantes : il s'agit d'une offre (i) obligatoire, qui intervient à la suite de l'acquisition d'un bloc de contrôle par l'Initiateur, et (ii) qui est susceptible, sous certaines conditions (l'obtention d'une attestation d'équité par un expert indépendant et une décision de conformité de l'AMF emportant visa du projet de note d'information de l'Initiateur), de déboucher sur l'expropriation des Actionnaires Minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs titres à l'Offre.

S'agissant du premier point, l'Offre est une offre « obligatoire » en ce sens qu'elle est lancée, conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition d'un bloc de titres représentant plus de 30,0 % du capital.

S'agissant du second point, détenant 94,39 % du capital de la Société au moment du lancement de l'Offre, l'Initiateur est en mesure et souhaite mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire afin d'acquérir la totalité des actions de *Sofibus Patrimoine* qu'il ne détiendrait pas à l'issue de l'Offre.



Dans ce contexte, la désignation d'un expert indépendant est requise par la réglementation boursière pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, comme nous l'avons rappelé, l'Initiateur a acquis le 14 décembre 2020 au prix de 313,71 € par action :

- (i) un bloc de titres (422 778 actions) représentant 55,61 % du capital et 55,10 % des droits de vote de *Sofibus Patrimoine* auprès de Paul Hottinguer, Frédéric Hottinguer, *HPF BV*, *OCEPRO*, *SOPALCO*, *Financière Hottinguer*, *Hériot NV*,
- (ii) un bloc de titres (69 192 actions) représentant 9,10 % du capital et 8,98 % des droits de vote de la Société auprès Véronique Bowdler-Raynar,
- (iii) 5 132 actions (0,68 % du capital et 0,67 % des droits de vote de la Société) de la participation de *Succession Henri Hottinguer*,
- (iv) 72 277 actions de la Société (représentant 9,51 % du capital et 9,38 % des droits de vote) détenues par plusieurs autres actionnaires.

En vertu de ces accords, l'Initiateur est aujourd'hui majoritairement représenté au sein du conseil d'administration de *Sofibus Patrimoine*.

Dès lors, la désignation d'un expert indépendant est requise, car l'Offre est susceptible de générer, au sein du Conseil d'Administration de la Société des conflits d'intérêts de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé que les administrateurs doivent rendre sur l'intérêt de l'Offre (article 261-1, alinéa I-1°, 2°). Il y a également lieu de s'interroger sur les conditions financières des différents accords que les actionnaires contrôlants de la Société ont éventuellement pu conclure avec l'Initiateur, préalablement à l'Offre, et sur l'impact éventuel de ces accords sur l'équité des conditions financières de l'Offre (article 261-1, alinéa I-4°).

Par ailleurs, étant donné que la procédure de retrait obligatoire sera mise en œuvre à l'issue de l'Offre, la Société cible doit obligatoirement désigner un expert indépendant (Règlement général de l'AMF, article 261-1, alinéa II) pour se prononcer sur l'équité du Prix d'Offre.

Dans ce contexte, le présent rapport d'expertise a plusieurs objectifs : (i) s'assurer que les conditions financières de l'Offre n'ont pas été biaisées par d'éventuels conflits d'intérêts, (ii) s'assurer du caractère équitable du Prix d'Offre dans le contexte d'une offre obligatoire, et (iii) s'assurer du caractère équitable du Prix d'Offre, en tant que prix d'indemnisation pour les Actionnaires Minoritaires dans le contexte du retrait obligatoire des actions de la Société.

3.3. Appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre

3.3.1. Caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard des accords conclus avec les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération

Accords connexes à l'Offre et pacte d'actionnaire

Comme nous l'avons rappelé plus haut, dans le cadre de l'Opération, certains actionnaires de la Société ont conclu le 14 décembre 2020 des contrats d'acquisition avec l'Initiateur relatifs à la cession de 569 379 actions à *SEGRO France* :

-
- (i) La réalisation de la cession entre le concert Hottinguer (hors *Succession Henri Hottinguer*, représentant ainsi un total de 422 778 actions) à *SEGRO France* est conditionnée à la réalisation de la transaction ci-dessous avec Mme Véronique Bowdler-Raynar et du règlement-livraison d'un minimum de 421 392 actions par le concert Hottinguer (à l'exception des 1 386 actions détenues au nominatif au nom de M. Frédéric Hottinguer par la *Banque du Luxembourg*). Par ailleurs, ce contrat de cession ne prévoit pas de mécanisme d'ajustement du prix.
 - (ii) En contrepartie, la réalisation de la cession entre Mme Véronique Bowdler-Raynar et *SEGRO France* de 69 192 actions est conditionnée à réalisation de la transaction ci-dessus avec le concert Hottinguer et du règlement-livraison d'un minimum de 69 187 actions par Mme Véronique Bowdler-Raynar (à l'exception des 5 actions détenues au nominatif au nom de Mme Véronique Bowdler-Raynar par *Julius Baer*). Par ailleurs, ce contrat de cession ne prévoit pas de mécanisme d'ajustement du prix.
 - (iii) La cession des 5 132 actions avec la *Succession Henri Hottinguer* et de 72 277 actions avec divers minoritaires (*Groupe Jean-Philippe Hottinguer*) est ensuite conditionnée à la réalisation des deux transactions ci-dessus (i) avec le concert Hottinguer et (ii) avec Mme Véronique Bowdler-Raynar. Le contrat de cession avec la *Succession Henri Hottinguer* ne prévoit pas de mécanisme d'ajustement du prix. Le contrat de cession avec le *Groupe Jean-Philippe Hottinguer* prévoyait un mécanisme d'ajustement du prix dans le cas où les prix de cession des transactions (i) et/ou (ii) étaient supérieurs à 313,71 €. Ainsi ce mécanisme d'ajustement n'a pas été mis en œuvre.

En outre, un pacte d'actionnaires existe depuis le 11 décembre 2013 entre l'ensemble des actionnaires de la famille Hottinguer (Paul Hottinguer, Frédéric Hottinguer, *HPF BV*, *OCEPRO*, *SOPALCO*, *Financière Hottinguer*, *Hériot NV* et *Succession Henri Hottinguer*) agissant de concert et détenant 427 939 actions. Ce pacte avait pour objectif de garantir la permanence du contrôle de *Sofibus* et a été résilié au 14 décembre 2020 lors de la signature du contrat de cession.

Nous avons pu vérifier, et la Société et l'Initiateur nous ont confirmé, que ces différents contrats ne comportaient aucune clause de complément de prix valable au moment de l'Offre ou toute autre clause susceptible d'avoir un impact sur les conditions financières de celle-ci.

Conventions entre la Société et ses actionnaires

Une convention de prestation entre la Société et *OCEPRO* (*Omnium de Conseil et de Promotion*) était en place depuis 1990. Dans le cadre de cette convention, (i) *OCEPRO* fournissait à *Sofibus* diverses prestations administratives, comptables et juridiques en échange d'une rémunération (370 k€ par trimestre en 2019) et (ii) *Sofibus* mettait à disposition d'*OCEPRO* M. Jean-Marc Costes, ancien Directeur Général de *Sofibus*, moyennant une refacturation (55 k€ par trimestre en 2019). En outre, *OCEPRO* bénéficiait aussi de locaux dont *Sofibus* était propriétaire dans le cadre d'une convention d'occupation datant de 1997.

Dans le cadre du projet de cession de *Sofibus* et de l'intégration de celle-ci dans *SEGRO France*, cette convention ne paraît plus justifiée. En conséquence, *Sofibus* et *OCEPRO* ont signé un protocole d'accord transactionnel, prévoyant les points suivants :

- (i) *Sofibus* et *OCEPRO* sont irrévocablement convenus de résilier la convention avec effet au 15 mars 2021. Entre la date de signature du protocole et la date d'effet, la convention de prestation et les versements associés continueront comme prévu initialement.
- (ii) Le bail entre *Sofibus* et *OCEPRO* sera résilié par anticipation au 15 mars 2021 sans pénalité, mais *OCEPRO* pourra continuer à occuper à sa discrétion jusqu'au 30 juin 2021 des locaux.

Entre la date de signature du protocole et la date d'effet, la convention d'occupation et les versements associés continueront comme convenu initialement.

- (iii) Versement d'une indemnité transactionnelle de 1,5 m€ à *OCEPRO* au titre de la résiliation de la convention.

La nature de cet accord ne nous semble pas remettre en cause l'équité des conditions financières de l'Offre.

Nous n'avons pas eu connaissance d'autres accords relatifs à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur les conditions financières de l'Offre.

Dans un courrier daté du 16 février 2020, la Société nous a confirmé que, à sa connaissance, il n'existait pas d'autres accords avec les différentes parties prenantes à l'Offre et susceptibles d'influer sur les conditions financières de l'Offre.

3.3.2. Caractère équitable du Prix dans la perspective du retrait obligatoire

Au moment de l'Offre, l'Initiateur possède 94,39 % du capital et 93,36 % des droits de vote de la Société¹¹. Conformément à la réglementation boursière, il est en mesure de demander et a indiqué qu'il demandera, sous réserve de l'avis de conformité délivré par l'*AMF*, le retrait obligatoire des actions non apportées à l'Offre moyennant l'indemnisation de leur titulaire.

Dans le cas présent, le Prix d'Offre est donc un prix d'indemnisation dont l'équité doit être appréciée au regard des deux considérations suivantes :

- (i) Le Prix d'Offre doit intégrer de façon satisfaisante la valeur des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires actuels et conduite par le Management en place (ci-après « **Valeur Intrinsèque** » des titres de la Société).
- (ii) Le Prix d'Offre doit également intégrer une quote-part des synergies attendues par l'Opération. De ce fait, le Prix d'Offre doit faire ressortir une prime par rapport aux estimations issues de l'évaluation multicritères mise en œuvre pour estimer la Valeur Intrinsèque. Il appartient alors à l'expert de qualifier cette prime (notamment, lorsque cela est possible, par la mesure explicite de la valeur de ces synergies, ou, à défaut, au regard des primes « couramment observées » dans des opérations similaires) puis de conclure sur cette base sur le caractère équitable du prix d'indemnisation proposé.

La section 4 du présent rapport s'intéresse à la première considération en procédant à l'estimation de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société, conformément aux prescriptions de la réglementation boursière en pareilles circonstances.

¹¹ Sur la base des droits de vote au 31 décembre 2020, incluant 535 actions auto détenues comme communiqué par la Société le 19 janvier 2021.



4. Estimation de la Valeur Intrinsèque des titres Sofibus Patrimoine

La présente section présente les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque des actions *Sofibus Patrimoine*. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Conformément à la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles (section 4.1) et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires (section 4.2).

4.1. Estimation de la Valeur Intrinsèque sur la base des références d'évaluation disponibles

4.1.1. Cours de bourse et objectif de cours

Comme indiqué précédemment (section 2.2.1), les conditions d'une bonne efficacité du marché du titre *Sofibus Patrimoine* ne sont pas réunies : taille limitée du flottant en raison du pourcentage du capital détenu par la famille Hottinguer, faible volume des échanges journaliers et une information publique restreinte. De telles caractéristiques expliquent par ailleurs que le titre ne soit pas suivi par les sociétés de bourse et les départements spécialisés des banques. Il n'existe donc pas d'objectif de cours qui puisse constituer une référence d'évaluation.

Dès lors, il est douteux que le calcul usuel des moyennes de cours de bourse sur la période récente (20 jours, 3 mois, 6 mois, 12 mois) puisse délivrer une information pertinente sur la Valeur Intrinsèque de la Société.

Sofibus Patrimoine - Liquidité des titres à la veille de l'annonce de l'Opération

	Cours de bourse		Volume quot. Moyen		Volumes cumulés		
	moyen pondéré (€)*	moyen observé (€)	# de titres	En % du capital	# de titres	En % du capital	En % du flottant **
11-déc.-20	214,0	214,0	10,0	0,0 %	10,0	0,0 %	0,0 %
Dernière semaine	213,0	212,8	6,2	0,0 %	31,0	0,0 %	0,0 %
Dernier mois	201,3	205,1	10,8	0,0 %	227,0	0,0 %	0,2 %
3 derniers mois	187,3	194,3	21,6	0,0 %	1 254,0	0,2 %	1,1 %
6 derniers mois	188,4	195,9	14,6	0,0 %	1 546,0	0,2 %	1,4 %
12 derniers mois	195,5	199,1	16,8	0,0 %	2 697,0	0,4 %	2,4 %

Source : Capital IQ

Note* : calculé sur la base des volumes intrajournaliers.

Note** : calculé sur la base du nombre d'actions détenues au 30 juin 2020 par le public, ie 114 376 actions et 262 actions auto détenues.

Pour ces différentes raisons, nous considérons que le cours de bourse avant Opération ne peut constituer une référence pertinente pour déterminer la Valeur Intrinsèque de la Société.

4.1.2. Actif net comptable consolidé

La Société établit ses comptes consolidés en application des normes françaises telles que définies par le Plan Comptable Général, les différents règlements du Comité de Réglementation Comptable, et, pour l'estimation de la valeur comptable de ses actifs immobilisés, selon la méthode du coût historique.



Au 31 décembre 2020, les capitaux propres s'établissent à 38,4 m€, soit un actif net comptable (ANC) consolidé par action hors actions auto détenues de 50,5 € (contre 39,9 m€ et 52,5 € par action hors actions auto détenues à décembre 2019).

Nous considérons que l'actif net comptable ne peut constituer une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société. En effet, l'essentiel des actifs de la Société est constitué par des immeubles, dont la valeur est comptabilisée au coût historique. En conséquence, l'ANC de la Société ne tient pas compte des plus-values latentes éventuelles sur le patrimoine de la Société. Cette référence sous-estime donc considérablement la Valeur Intrinsèque de la Société.

4.1.3. Transactions récentes sur le capital et manifestation d'intérêt antérieures à l'Offre

Quatre transactions significatives hors marché ont eu lieu au cours des douze derniers mois précédents l'Offre :

- (i) Acquisition par *SEGRO France* d'un bloc de titres (422 778 actions) auprès de Paul Hottinguer, Frédéric Hottinguer, *HPF BV*, *OCEPRO*, *SOPALCO*, *Financière Hottinguer*, *Hériot NV*, à un prix de 313,71 € par action.
- (ii) Acquisition par *SEGRO France* d'un bloc de titres (69 192 actions) auprès de Mme Véronique Bowdler-Raynar à un prix de 313,71 € par action.
- (iii) Conditionnée à la réalisation des transactions (i) et (ii), acquisition d'une partie de la participation de la *Succession Henri Hottinguer* (soit 5 132 actions sur 5 161) au prix de 313,71 € par action.
- (iv) Conditionnée à la réalisation des transactions (i) et (ii), acquisition auprès de plusieurs actionnaires minoritaires (M. Jean-Philippe Hottinguer, Jean-Conrad Hottinguer, Emmanuel Hottinguer, François-Xavier Hottinguer, Mme Elizabeth Hottinguer, *Fondation Aesculapia Research* et *Grand Port Investment Ltd.*) d'un bloc de 72 277 actions au prix de 313,71 € par action.

Il ressort de l'analyse de ces transactions récentes les commentaires suivants de notre part :

- L'ensemble de ces transactions conclues sur le capital de la Société sur les douze derniers mois ont été réalisées sur la base d'un prix strictement identique au Prix d'Offre, soit 313,71 €.
- Ces transactions portent sur une fraction significative du capital (569 379 actions, soit 74,89 % du capital et 74,13 % des droits de vote). Elles permettent donc à l'Initiateur d'emporter le contrôle de la Société. Le prix de ces différentes transactions intègre donc non seulement la Valeur Intrinsèque de la Société, mais aussi une prime de contrôle, représentative d'une fraction des synergies attendues par l'Initiateur de l'Opération et payées aux cédants.

En dehors des transactions mentionnées ci-dessus, la Société nous a confirmé dans une lettre d'affirmation datée du 16 février 2021 qu'elle n'avait pas connaissance d'autres transactions récentes sur les titres de la Société.



4.2. Mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles : approche méthodologique et paramètres clés

4.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société à l'aide des méthodes d'évaluation usuelles, nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur du portefeuille d'activités (ou « valeur d'entreprise »), (ii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs/passifs hors exploitation courante, (iii) et enfin, par solde entre ces différentes composantes, la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. À ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation de multiples de résultat net. Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais dans la pratique, s'avèrent trop difficiles à mettre en œuvre pour fournir une estimation fiable de la valeur de la Société. En effet, la première nécessite de nombreuses hypothèses quant à la structure de financement future de la Société, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation de *Sofibus Patrimoine* sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères de sociétés foncières :

- S'agissant de l'approche intrinsèque, nous avons privilégié la méthode de l'actif net réévalué (ANR) qui constitue la méthode la plus pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société (cf. *infra* section 4.2.4). Afin de conforter les résultats de cette méthode, nous avons également mis en œuvre une seconde méthode relevant de l'approche intrinsèque de l'évaluation, à savoir la méthode des *Discounted Cash-Flow* (DCF) (section 4.2.5).
- S'agissant de l'approche analogique de l'évaluation, nous avons cherché à constituer un premier échantillon de sociétés cotées raisonnablement comparables à *Sofibus* (section 4.2.6), puis un second échantillon constitué de transactions récentes, portant sur des actifs comparables (section 4.2.7).

Dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode DCF, la Société et l'Initiateur nous ont chacun communiqué un plan d'affaires. Compte tenu de l'ancienneté du plan d'affaires communiqué par la Société (septembre 2019) et de son obsolescence (pré covid-19), nous n'avons pas retenu ce dernier dans nos analyses. S'agissant du plan d'affaires communiqué par l'Initiateur, il s'agit de prévisions financières qui intègrent explicitement les intentions de l'Initiateur, et donc les synergies qu'il attend de l'Opération. Dès lors, ce plan ne permet pas d'estimer directement la Valeur Intrinsèque de la Société. En revanche, il permet d'obtenir une estimation de la valeur de la Société qui intègre les synergies attendues par l'Initiateur. Cette estimation est donc supérieure à la Valeur intrinsèque et *a priori* supérieure au Prix d'Offre compte tenu de la rationalité présumée de l'Initiateur.¹² Comparée au Prix d'Offre, elle donne une estimation de la fraction des

¹² En effet, un investisseur rationnel ne proposerait pas un prix de transaction intégrant la totalité des synergies attendues de son investissement, mais seulement une fraction.

synergies conservée par l'Initiateur et de celle rétrocédée aux actionnaires de la société, cette dernière fraction correspondant à la « prime de contrôle » (soit la différence entre le Prix d'Offre et la Valeur Intrinsèque).

Avant de présenter les résultats des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre, nous présentons les deux éléments qui permettent d'estimer la valeur des actions de la Société à partir de la valeur estimée des actifs, à savoir l'endettement financier net et le nombre d'actions de la Société.

4.2.2. Nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur de l'action à partir de la valeur estimée des capitaux propres

Afin de déterminer la valeur unitaire des actions de la Société, nous nous sommes fondés sur un nombre d'actions de 759 724 correspondant aux 760 259 actions en circulation à la date de l'Offre moins les 535 actions auto détenues.

Il n'existe aucun autre instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital de la Société.

4.2.3. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante

Dans le cadre de la méthode DCF ou des méthodes relevant de l'approche analogique, l'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après.

Nos estimations reposent sur le dernier bilan de *Sofibus Patrimoine* disponible à la date des présentes, à savoir le projet de bilan au 31 décembre 2020 communiqué par la Société.

Trésorerie nette

L'endettement financier net de *Sofibus Patrimoine* au 31 décembre 2020 est constitué (i) des emprunts bancaires pour un montant de 13,7 m€, (ii) des dépôts de garantie pour un montant de 4,5 m€, (iii) d'un montant de 2,4 m€ de dettes fiscales et sociales relatives à l'indemnité de départ de l'ancien Directeur Général, (iv) des dépôts de garantie versés pour un montant de 0,7 m€ et (v) des disponibilités pour un montant de 21,8 m€.

Sur cette base, la Société affiche au 31 décembre 2020 une trésorerie nette de 1,9 m€.

Provisions pour litige

Les provisions pour litiges en cours sont enregistrées dans les comptes de la Société pour 0,3 m€ au 31 décembre 2020. Ces litiges pourraient donner lieu à des décaissements futurs.

Ajustement du Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Compte tenu du fait que nous ne considérons pas de variation de BFR dans le Plan Acquéreur, et conformément aux indications données par le Management de *SEGRO*, nous prenons en compte un ajustement de BFR, consistant à considérer un BFR nul à l'entrée du plan, dans le calcul de la dette financière nette à fin 2020.

Exit tax associée au passage de la Société au statut SIIC

L'Offre envisagée aura pour effet, entre autres conséquences, de modifier le statut juridique de la Société pour celui de société d'investissements immobiliers cotée (SIIC). Selon le code des impôts français, les SIIC sont exonérées de l'impôt sur les sociétés.

Par ailleurs, lorsque l'option pour ce nouveau régime d'imposition est exercée, elle implique l'imposition des plus-values latentes existant au niveau de la Société au taux de 19,0 %, le paiement de cette « *exit tax* » étant réparti à parts égales sur une période de quatre ans (le 15 décembre de l'année de changement de statut et les 3 années qui suivent).

En l'espèce, sur la base d'une valeur de marché des actifs immobiliers estimée à 271,7 m€ et d'une valeur nette comptable de 36,9 m€, l'impôt sur les plus-values latentes ressort à 44,6 m€. En actualisant au taux sans risque ce montant sur une période de quatre ans, la valeur de l'*exit tax* retenue dans nos travaux ressort à 43,5 m€. Lors de la mise en œuvre de la méthode DCF, il y aura lieu de prendre en compte l'impact de cet *exit tax*, les avantages liés au changement de statut étant explicitement pris en compte dans le Plan Acquéreur.

Les sections suivantes présentent les résultats des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre.

4.2.4. Actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'ANR consiste à ajuster les capitaux propres d'une société par la mise à la valeur de marché des actifs et passifs au bilan. Cette méthode est particulièrement pertinente dans le cas d'une société foncière compte tenu de son actif constitué principalement d'immeubles.

La Société établit ses comptes consolidés en application des normes françaises telles que définies par le Plan Comptable Général, les différents règlements du Comité de Réglementation comptable et pour l'estimation de la valeur comptable de ses actifs immobiliers, selon la méthode du coût historique.

Néanmoins, afin de donner une information financière plus complète et comparable à celle de ses principaux concurrents, la Société fournit également une estimation de la valeur de marché de ses immeubles. Cette évaluation des immeubles de placement est effectuée tous les trois ans par un expert indépendant (*Crédit foncier expertise* en 2017 et *CBRE* en 2020).

Contrairement à la majorité des sociétés foncières cotées, la Société ne publie pas d'ANR dans ses rapports financiers semestriels ou annuels. Cette méthode d'évaluation étant particulièrement pertinente dans le cas des foncières, nous avons calculé l'ANR de la Société au 31 décembre 2020.

Deux principaux ANR sont présentés par les foncières dans leur communication financière, fondés sur deux définitions différentes (qui sont notamment recommandées par l'*EPRA – European Public Real Estate Association*) :

- ANR de liquidation : la valeur de marché des actifs de placement (immeubles de placement) est déterminée sur la base des expertises immobilières hors droits d'enregistrement.
- ANR de remplacement / reconstitution : la valeur de marché des actifs de placement (immeubles de placement) est déterminée sur la base des expertises immobilières et majorée des droits d'enregistrement appliqués aux valeurs d'expertise hors droits.

L'ANR de liquidation, qui correspond à l'hypothèse de revente des immeubles, a été privilégiée dans nos travaux du fait des limites de la méthode du calcul de l'ANR de remplacement. En effet,



les droits d'enregistrement intégrés dans la méthode de l'ANR de remplacement ne sont pas une composante de la valeur intrinsèque des immeubles de placement, et ne génèrent pas de valeur. Ils correspondent à des coûts de transaction, qu'un acquéreur éventuel ne pourrait pas valoriser dans le cadre d'une transaction ultérieure.

L'ANR de liquidation reflète une hypothèse de cession individuelle de tous les actifs à la valeur de marché sans prise en compte de coûts de liquidation ou d'une quelconque décote liée à la vente rapide d'un portefeuille dans son ensemble.

Enfin, nous constatons que pour la majorité des offres publiques sur lesquelles un retrait obligatoire était envisagé sur la bourse de Paris depuis 2016 sur des foncières françaises, l'ANR de liquidation est généralement l'agrégat de référence retenu par l'expert indépendant (cf. section 4.2.8). De surcroît, l'ANR de liquidation est une méthode usuelle, définie et recommandée par l'EPRA (*European Public Real Estate Association*) et publiée par l'ensemble des foncières cotées européennes.

Nous avons calculé l'ANR de liquidation de la Société à partir du projet du bilan consolidé de *Sofibus Patrimoine* au 31 décembre 2020.

Valeur de marché des actifs immobiliers

Pour l'évaluation du patrimoine immobilier de la Société au 31 décembre 2020, l'expert immobilier *CBRE* a retenu les méthodes suivantes :

- Capitalisation de revenu : cette méthode consiste à estimer la valeur de marché d'un bien en appliquant au revenu locatif net (réel ou attendu) un taux de capitalisation, déterminé sur la base des pratiques de marché à la date d'évaluation. Cette méthode relève donc de l'approche intrinsèque de l'évaluation.
- Discounted Cash-Flow : cette méthode consiste à estimer la valeur de marché d'un bien sur la base des flux de trésorerie prévisionnels modélisés à partir d'un plan d'affaires. Cette méthode relève également de l'approche intrinsèque de l'évaluation.
- Comparaison directe : cette méthode consiste à comparer le bien faisant l'objet de l'expertise à des transactions réalisées sur des biens équivalents (nature, qualité et localisation). Cette méthode relève donc de l'approche analogique de l'évaluation.

Dans ses diligences, l'expert immobilier a privilégié pour la plupart des actifs la méthode par capitalisation des loyers en raison de la nature des actifs pour lesquels cette méthode lui a semblé la plus pertinente. Le taux de capitalisation moyen¹³ retenu sur l'ensemble du PAPC¹⁴ est ainsi de 6,8 % (avec un taux maximum de 9,7 % sur le site Paintball-94 et minimum de 5,4 % sur l'immeuble BIL 26), contre 4,1 % sur l'immeuble situé rue Taitbout. La méthode DCF a été retenue pour le calcul de la valeur des baux emphytéotiques (*Chronodrive* et *Hippopotamus*). La valeur de marché des terrains non bâtis a été estimée par la méthode par comparaison.

Sur la base des expertises immobilières, la valeur du patrimoine (hors droits) de la Société s'établit à 271,7 m€¹⁵ au 31 décembre 2020, contre 189,5 m€ à septembre 2017¹⁶ (estimée par *Crédit Foncier Expertise*). Au vu du caractère récent de ces expertises, nous avons considéré

¹³ Le taux de capitalisation est calculé sur la base des loyers net de marché annuels potentiels (« *Net Annual ERV* ») divisés par la valeur du patrimoine hors droits (« *Net Say Value* ») comme estimée par *CBRE* au 31 décembre 2020.

¹⁴ Hors restaurant *Hippopotamus*.

¹⁵ La valeur de marché des actifs correspond à la « *Net Say Value* » estimée par *CBRE* au 31 décembre 2020 dans son expertise.

¹⁶ Dernière date d'évaluation du patrimoine de la Société de la part d'un expert immobilier avant l'évaluation en décembre 2020.



que ces valeurs sont représentatives de la valeur de marché des immeubles de la Société pour le calcul de l'ANR de la Société au 31 décembre 2020.

Par ailleurs, dans deux courriers datés du 16 et du 15 février 2021 la Société et l'Initiateur nous ont confirmé l'absence d'évènement majeur pouvant avoir un impact significatif sur la valeur du patrimoine de la Société depuis le 31 décembre 2020.

Pour estimer la charge d'impôt théorique sur les plus-values latentes, dans le contexte de l'estimation de la Valeur Intrinsèque (c'est-à-dire sans prendre en compte les synergies attendues de l'Offre, et en particulier le passage au statut SIIC), nous avons retenu le taux d'impôt pour les sociétés en vigueur en France en 2020 selon la dernière Loi de Finance, soit 28,9 %.

Sur ces bases, la valeur de marché des actifs immobiliers après impôt latent sur les plus-values ressort à 203,8 m€.

Actif net réévalué de liquidation de la Société au 31 décembre 2020

Pour estimer l'ANR de la Société à partir de la valeur de marché des actifs immobiliers après impôt nous avons :

- ajouté les autres immobilisations corporelles pour un montant de 21 k€ au 31 décembre 2020 concernant l'exploitation propre à *Sofibus Patrimoine*,
- ajouté la position de BFR au 31 décembre 2020 de (0,4) m€,
- retranché les provisions pour risques et charges pour un montant de 0,3 m€ au 31 décembre 2020,
- retranché la position de dette financière au 31 décembre 2020 pour un montant total de 20,6 m€ composée :
 - o d'emprunts et dettes auprès des établissements de crédit pour un montant de 13,7 m€ (dont 13,6 m€ contracté en 2020 auprès d'*HSBC* pour financier les investissements en cours et à venir),
 - o des dépôts de garantie liées à l'activité courante de la Société pour un montant de 4,5 m€,
 - o des 2,4 m€ d'indemnités de licenciement de Jean-Marc Costes, ancien Directeur Général de la Société.
- ajouté les dépôts de garantie versés pour un montant de 0,7 m€ au 31 décembre 2020,
- ajouté la trésorerie disponible de 21,8 m€ au 31 décembre 2020.

Au total, l'ANR de liquidation de la Société au 31 décembre 2020 s'établit à 205,1 m€, soit 270,0 € par action.



Sofibus Patrimoine - ANR de liquidation au 31 décembre 2020

<i>En k€</i>	déc.-20
+ Valeur de marché des actifs immobiliers	271 725
- Impôt sur les plus-values latentes	67 904
= Valeur de marché des actifs immobiliers après impôt	203 821
+ Autres immobilisations corporelles (hors immeubles)	21
+ BFR	(389)
- Provisions pour risques et charges	261
+ Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	13 687
+ Dépôts de garantie	4 487
+ Dette indemnité de licenciement dirigeant	2 400
- Dépôts de garantie versés	689
- Disponibilités	21 807
= Dette financière (trésorerie) nette	(1 921)
= Actif Net Réévalué de liquidation	205 113
/ Nombre d'actions	759 724
= Actif Net Réévalué de liquidation par actions (€)	270,0

Source : Rapports annuels, projet de comptes annuels au 31/12/2020

La prime induite par le Prix d'Offre (313,71 € par action) sur l'ANR de liquidation au 31 décembre 2020 ressort à 16,2 %.

Actif net réévalué de liquidation triple net EPRA de la Société au 31 décembre 2020

Lors de l'évaluation de sociétés opérant dans le secteur de l'investissement immobilier, il est désormais d'usage de s'appuyer sur un « ANR triple net EPRA ». L'EPRA est une association professionnelle représentant les sociétés immobilières européennes cotées en bourse, qui publie des recommandations en matière de communication comptable et financière. Afin d'uniformiser la mesure de l'ANR par les différentes sociétés d'investissements immobiliers, l'EPRA recommande un certain nombre de normes et « *best practices* » pour le calcul de l'ANR, dans l'objectif de faciliter les comparaisons sur la base d'un agrégat commun, défini et calculé de manière similaire.

L'agrégat de référence mis en avant par l'EPRA est « l'ANR triple net ». Il a comme objectif de présenter une valeur réévaluée des capitaux propres, incluant des ajustements à la valeur de marché pour tous les éléments significatifs du bilan (y compris la dette financière et les instruments de couverture, parfois pris en valeur comptable dans les calculs d'ANR).

La Société ne possédant au 31 décembre 2020 aucun instrument financier ou emprunt obligataire, l'ANR de liquidation calculé ci-dessus correspond aussi à l'ANR triple net EPRA de la Société au 31 décembre 2020, soit 270,0 € par actions.

Impact d'un potentiel changement de régime fiscal de la Société pour un régime SIIC

Nous avons estimé l'impact du changement éventuel de régime fiscal de la Société pour un régime SIIC (Société d'Investissement Immobilier Cotée) sur l'ANR de liquidation par action au 31 décembre 2020.

Dans le cadre du passage à un régime SIIC, comme on l'a vu plus haut, la Société serait amenée à payer un impôt libératoire (« *exit tax* » - 19,0 %) sur ses plus-value latentes à la date du

changement de régime. Pour *Sofibus* ce taux d'imposition s'appliquerait ainsi à la différence entre la (i) valeur net comptable (VNC) des actifs immobiliers présents au bilan au 31 décembre 2020 de 36,9 m€ et (ii) la valeur de marché des actifs hors droits telle qu'expertisée par l'expert indépendant *CBRE* au 31 décembre 2020.

Deux modalités existent pour le paiement de cet impôt : un paiement en une annuité ou un paiement étalé sur les quatre années suivant le changement de régime fiscal. Le surplus de valeur lié au passage à un régime SIIC correspond alors à la différence entre (i) les impôts sur les plus-values latentes calculés sur la base d'un taux d'imposition à date de la Société de 28,9 % et (ii) la valeur de l'*exit tax* calculée sur la base d'un taux de 19,0 %. Dans le cas généralement rencontré du paiement en quatre annuités par la Société, le surplus de valeur est de 23,3 m€, soit 31 € par action au 31 décembre 2020.

Le passage de la Société au statut SIIC représente donc un surplus de valeur conséquent. Rappelons toutefois que *Sofibus Patrimoine* aujourd'hui ne respecte pas les critères d'éligibilité pour le passage au statut SIIC.¹⁷ Dès lors, ce supplément de valeur ne doit pas être pris en compte dans la Valeur Intrinsèque de la Société, mais constitue une « synergie » permise par le rapprochement avec *SEGRO France*, qui bénéficie d'ores et déjà de ce statut.

4.2.5. Estimation de la valeur intrinsèque via la méthode DCF

L'analyse DCF que nous avons diligentée se fonde uniquement sur le plan d'affaires de l'Initiateur (le « **Plan Acquéreur** ») établi par le Management de *SEGRO*. Le plan d'affaires vendeur (établi sur la base des comptes réels à fin 2018 par les actionnaires de *Sofibus Patrimoine*) apparaît aujourd'hui obsolète. En effet, ce dernier a été établi sur une base d'hypothèses dont une partie significative ne se sont pas réalisées en 2019 et en 2020. En outre, ce plan ne tient pas compte des implications de la crise sanitaire actuelle sur les flux futurs de la Société.

La mise en œuvre de la méthode DCF fondée sur le Plan Acquéreur permet de capturer deux composantes essentielles pour l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre proposé par l'Initiateur dans la perspective d'un retrait obligatoire, à savoir la Valeur Intrinsèque des titres *Sofibus Patrimoine* et la valeur attendue des synergies.

Flux de trésorerie prévisionnels

L'estimation des flux de trésorerie prévisionnels sur la période 2021-2030 s'est appuyée sur les prévisions préparées en fin d'année 2020 par le Management de *SEGRO* dans le cadre de l'Opération.

Le Plan Acquéreur présente les opérations de la Société et a été établi selon une vision flux de trésorerie. Nous n'avons pas eu accès aux hypothèses détaillées qui ont servi à la construction du Plan Acquéreur. Néanmoins, le Management de *SEGRO* a clarifié oralement les principales hypothèses lors d'une réunion téléphonique le 27 janvier 2021.

Le Plan Acquéreur exprime la vision du Management de *SEGRO* sur le potentiel de croissance de la Société suite à d'importants travaux de rénovation sur les actifs du Parc d'Activités des Petits Carreaux et au développement des terrains attenants devant être effectués sur les prochaines années. Il prend également en compte la cession de l'immeuble de bureaux situé rue Taitbout prévue en 2021 pour un montant net légèrement supérieur aux dernières estimations de

¹⁷ Pour être éligible au régime SIIC, 15,0 % du capital de la Société doit être détenu par des actionnaires détenant chacun moins de 2,0 % du capital. À la veille de l'Opération, ce critère n'est pas respecté par l'actionnariat de *Sofibus*.



CBRE. Le Plan Acquéreur tient compte également de l'intégration de la Société au sein de *SEGRO France*. Cette intégration est porteuse de nombreuses synergies parmi lesquelles figurent des synergies commerciales tirées par une amélioration significative du taux d'occupation des actifs, des synergies opérationnelles avec une meilleure absorption de la structure de coûts fixes et leur optimisation, des synergies d'investissement à relier au savoir-faire et aux moyens financiers de *SEGRO France* et également des synergies fiscales en lien avec l'intégration des activités de la Société dans *SEGRO France* qui opère sous le statut SIIC.

Dès lors, l'évaluation par la méthode DCF fondée sur le Plan Acquéreur ne permet pas d'estimer directement la Valeur Intrinsèque de la Société. En effet, puisque le Plan Acquéreur intègre les intentions de l'Initiateur, l'application de la méthode DCF à celui-ci conduit implicitement à prendre en compte la totalité de la valeur des synergies dans nos estimations.

En synthèse, le Plan Acquéreur se décompose en trois principaux blocs :

- Compte de résultat opérationnel : modélisation du chiffre d'affaires avec prise en compte de la vacance temporaire liée aux travaux devant être réalisés sur le Parc d'Activités des Petits Carreaux. Les charges d'exploitation sont composées (i) des charges afférentes aux locaux vacants (charges normalement refacturées aux locataires) (ii) des frais de relocation et de commercialisation des locaux et (iii) des abandons de créances douteuses. Par ailleurs, les frais de personnel constituent l'essentiel des frais de fonctionnement de la Société. Compte tenu de la réduction progressive du taux de vacance, de la hausse de la surface locative et de l'augmentation des loyers, la marge d'EBITDA extériorisée par l'activité progresse sur l'horizon du Plan Acquéreur pour s'établir à 87,8 % en 2030.
- Dépenses d'investissement / revenus sur cessions d'actifs : les principaux investissements correspondent à la rénovation des actifs du Parc d'Activités des Petits Carreaux (28,0 m€) et au développement des terrains (58,4 m€). Un seul actif est cédé sur la durée du plan d'affaires, il s'agit de l'immeuble de bureaux situé rue Taitbout, qui devrait être cédé en 2021 au prix net de 34,8 m€ (soit une valeur légèrement supérieure à l'expertise *CBRE*).
- Frais liés à la transaction : le Plan Acquéreur intègre une enveloppe de 6,0 m€ relative à divers coûts liés à la transaction. Cette enveloppe se décompose comme suit :
 - 2,5 m€ au titre de la rupture du contrat avec *OCEPRO* (1,5 m€ pour l'indemnité transactionnelle et 1,0 m€ de coûts provisionnés pour un contrat avec une société de gestion externe. Nous comprenons que l'indemnité (1,5 m€) a été décaissée le 15 décembre 2020 et avons donc retraité ce montant du Plan Acquéreur,
 - 3,5 m€ au titre de l'indemnité de licenciement de l'ancien Directeur Général de *Sofibus Patrimoine*, M. Jean-Marc Costes (2,4 m€ inscrit au bilan au 31.12.2020 en dettes fiscales et sociales, et 1,1 m€ pour des honoraires et frais de gestion divers). Ainsi, dans la mesure où les 2,4 m€ sont déjà provisionnés au 31 décembre 2020, nous avons également retraité ce montant du Plan Acquéreur. Cet élément est compris dans la trésorerie nette au 31 décembre 2020.

Estimation de la valeur terminale

Compte tenu de la nature de l'activité, de la durée de l'horizon prévisionnel (10 ans) ainsi que du niveau de croissance attendue par le Management de *SEGRO* en fin de plan (2,4 %), nous avons estimé une valeur terminale sur la base des flux observés à fin 2030. En effet, nous considérons qu'au terme de l'horizon de prévisions explicites du Plan Acquéreur, la Société aura atteint son plein potentiel de développement.

La valeur terminale au terme de l'horizon a été estimée par la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 1,5 %. Ce taux est voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme dans la zone Euro et cohérent avec les composantes implicites du taux sans risque prises en compte dans la détermination du taux d'actualisation (*cf. infra*).

Le flux normatif a été estimé sur la base des hypothèses suivantes :

- Loyer de base : croissance de 1,5 % soit le niveau d'inflation long terme utilisé pour le calcul du taux d'actualisation,
- Taux de vacance : estimé à 3,0 % du loyer de base, en ligne avec le Plan Acquéreur et légèrement inférieur au taux moyen observé sur le marché pour des actifs similaires¹⁸ au Parc d'Activités des Petits Carreaux (environ 5,0 %),
- Franchises de loyer : exprimées en pourcentage du loyer de base, correspond à une moyenne de marché observée sur la période 2024-2030 (postérieure à la période de rénovation en 2022 et 2023),
- Frais de maintenance / charges sur locaux vacants : modélisés sur la base des hypothèses du Plan Acquéreur à savoir un coût de 20 €/m². Nous retenons une surface totale (hors immeuble situé rue Taitbout) de 186 700m² et un taux de vacance de 3,0 %,
- Frais de location : en lien avec les départs en fin de bail ou congés (baux commerciaux 3/6/9 ans). Estimé sur la base des hypothèses du Plan Acquéreur, à savoir une commission de 15,0 % portant sur 20,0 % des revenus locatifs,
- Petits travaux et rénovation : charges non-refacturables aux locataires. Modélisés selon les hypothèses du Plan Acquéreur, soit 1,0 % des revenus locatifs,
- Honoraires professionnels : estimation en ligne avec les hypothèses du Plan Acquéreur, soit 0,75 % des revenus locatifs,
- Frais de fonctionnement (dont frais de personnel, frais marketing, frais d'évaluation, etc.) : croissance de 1,5 % par an, soit le niveau d'inflation long terme,
- Investissements de maintenance : modélisés en pourcentage des revenus locatifs nets (2,0 %), correspondant à la moyenne historique des investissements de maintenance sur un parc d'actif âgé (3,0 %) et un parc d'actif récemment renouvelé (1,0 %),
- Investissements de renouvellement : prévus sur une durée de renouvellement de 20 ans. Ces hypothèses ont été estimées sur la base nos échanges avec le Management de *SEGRO*, ainsi que l'analyse du niveau des investissements de renouvellement pris en compte dans le Plan Acquéreur,
- Variation de BFR : pas de variations de BFR modélisées, car nous comprenons de nos échanges avec le Management de *SEGRO* que le BFR normatif de la Société est structurellement égal à zéro,
- Imposition : nulle, compte tenu du statut de SIIC de la société absorbante (*SEGRO France*).

¹⁸ Source : *BNP* Présentation Activité Logistique (2019), études de marché *CBRE (Light Industrial & Logistics)* 2019 et 2020.



En synthèse, les hypothèses susmentionnées font ressortir une marge d'EBITDA d'environ 88 % proche de celle attendue par le Management de *SEGRO* en 2030.

Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les *free cash flows* futurs au coût du capital. Celui-ci a été estimé à partir du coût d'opportunité du capital (k_A) fondé sur le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*):

$$k_A = R_F + [\beta_A \times PRM]$$

Où

- Le taux sans risque (R_F) a été fixé à 2,5 %, niveau cohérent avec les niveaux d'inflation et de taux d'intérêt réel anticipés sur le moyen-long terme (respectivement 1,5 % et 1,0 %).
- Le coefficient bêta de l'activité (β_A) a été estimé à 0,6 correspondant au coefficient bêta désendetté moyen observé sur une période de 5 années pour un échantillon de sociétés cotées comparables.
- La prime de risque anticipée sur le marché financier (PRM) a été estimée à 5,5 % sur la base d'études académiques récentes sur le sujet.

Sur cette base, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 5,8 %, soit :

$$k_A = R_F + [\beta_A \times PRM] = 2,5 \% + [0,6 \times 5,5 \%] = 5,8 \%$$

Les modalités de détermination des paramètres présentés ci-dessus sont détaillées en annexe du présent rapport.



Résultats de la méthode

Comme indiqué dans le tableau ci-après la méthode DCF fait ressortir une valeur des titres *Sofibus Patrimoine* au 31 décembre 2020 de 252 m€, soit 331,8 € par action.

Sofibus Patrimoine - Valeur des titres

en k€

+ Flux de trésorerie disponible actualisé 2021-2030	65 920
+ Valeur terminale actualisée	228 417
= Valeur d'entreprise	294 337
- Dette financière nette	(1 921)
- Provisions pour litiges	261
- Ajustement de BFR	389
- <i>Exit tax</i>	43 532
= Valeur des capitaux propres	252 077
/ Nombre d'actions	759 724
= Prix par action (€)	331,8

Le taux de capitalisation implicite (revenus locatifs normatifs / valeur terminale non actualisée) extériorisé par le flux terminal du Plan Acquéreur ressort à 6,0 %¹⁹ et semble cohérent avec l'évolution attendue sur le parc d'actifs de *Sofibus Patrimoine*.

Sur cette base, le Prix d'Offre de 313,71 € par action proposé par l'Initiateur aux Actionnaires Minoritaires dans le cadre de l'Offre extériorise un écart, modeste, d'environ 5,5 % par rapport à cette estimation de la valeur des titres de *Sofibus Patrimoine*. Cet écart doit être apprécié au regard des modalités de construction du Plan Acquéreur qui, comme expliqué précédemment, intègre de nombreuses synergies commerciales, opérationnelles et fiscales. En effet, par rapport à l'estimation de la Valeur Intrinsèque fondée sur l'ANR, soit 205,1 m€, cette estimation de la valeur de la Société fondée sur le Plan Acquéreur (et donc tenant compte de la totalité des synergies), fait apparaître une valeur totale pour les synergies de 46,9 m€.

Sans surprise, la valeur qui ressort de la mise en œuvre de la méthode DCF sur le Plan Acquéreur fait ressortir une valeur supérieure au Prix d'Offre. Cet écart s'explique par la valeur des synergies, donc logiquement, seule une partie est rétrocédée par l'acquéreur aux cédants. Dans le cas présent, en retenant comme Valeur Intrinsèque de la Société l'ANR, le Prix d'Offre intègre environ 70% de la valeur des synergies attendues par l'Initiateur.²⁰

A titre d'information, nous avons effectué une analyse de sensibilité sur les trois paramètres qui nous semblent les plus délicats à estimer dans le cas présent, à savoir : (i) le taux de vacance normatif, (ii) le coût des investissements de renouvellement normatifs par mètre carré, et (iii) le taux d'actualisation, sachant que le taux d'actualisation retenu de 5,8 % constitue selon nous un taux plancher. En effet, le caractère ambitieux du Plan Acquéreur, porté par la rénovation du Parc d'Activités des Petits Carreaux, comporte un fort risque d'exécution. La prise en compte d'une

¹⁹ Pour rappel, le taux de capitalisation moyen retenu par l'expert immobilier en charge de valoriser le patrimoine de la Société au 31 décembre 2020 est de 6,8 % hors immeuble de Taitbout.

²⁰ La valeur totale des synergies est de 46,9 m€. Le Prix d'Offre fait ressortir une prime de l'ordre de 16,2% par rapport par rapport à l'ANR, soit 33,2 m€ (33,2 / 46,9 = 70%).



prime de risque spécifique de 0,5%, afin de refléter le caractère optimiste du Plan Acquéreur aurait un impact de près de 15% sur la valeur estimée de l'action.

		Taux de vacance (flux terminal)				
		1,0 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %
Taux d'actualisation	5,3 %	401,5	395,6	389,7	383,9	378,0
	5,6 %	369,8	364,4	359,0	353,6	348,2
	5,8 %	341,7	336,8	331,8	326,8	321,9
	6,1 %	316,9	312,3	307,7	303,1	298,5
	6,3 %	294,6	290,3	286,1	281,8	277,6

		Capex de renouvellement par m ² (flux terminal)				
		250	300	350	400	450
Taux d'actualisation	5,3 %	409,5	399,6	389,7	379,8	369,9
	5,6 %	377,1	368,0	359,0	349,9	340,8
	5,8 %	348,5	340,2	331,8	323,4	315,1
	6,1 %	323,1	315,4	307,7	299,9	292,2
	6,3 %	300,4	293,2	286,1	278,9	271,7

 Scénarios non pertinents dans la mesure où le taux d'actualisation de 5,8 % constitue, selon nous, un scénario plancher

4.2.6. Méthode des comparaisons boursières

L'objectif de la méthode des comparaisons boursières est de fournir une estimation de la valeur de la Société à travers l'utilisation de ratios d'évaluation (ou « multiples ») calculés à partir de la capitalisation boursière de sociétés présentant un profil de risque (donc un portefeuille d'activités et une exposition géographique) comparable à celle de la société évaluée.

Comme pour la méthode de l'ANR, l'objectif de la méthode des comparaisons boursières est d'obtenir une estimation de la Valeur Intrinsèque de *Sofibus Patrimoine*, c'est-à-dire la valeur du portefeuille d'activités de la Société en *stand alone*. Nos estimations sont donc fondées sur la performance financière historique de la Société et n'intègrent donc pas les perspectives du Plan Acquéreur.

Sélection d'un échantillon de sociétés comparables cotées

Les deux principaux déterminants des multiples extériorisés par la valeur de marché d'un portefeuille d'activités sont d'une part le risque systématique et d'autre part la croissance bénéficiaire future.

Dans le cas présent, il est difficile d'identifier des sociétés proches de *Sofibus Patrimoine*. En effet, à notre connaissance, il n'existe pas sur le marché d'autre foncière cotée qui puisse être considérée comme parfaitement comparable à *Sofibus Patrimoine* en termes de typologie d'actifs, d'implantation géographique et de taille.

Malgré ces limites, afin de prendre en compte le critère risque systématique nous avons constitué un échantillon de sociétés foncières se rapprochant le plus possible de *Sofibus Patrimoine*.²¹ Pour cela, nous avons retenu des sociétés répondant aux critères suivants :

- (i) Activité : sociétés spécialisées dans la gestion d'investissements immobiliers locatifs.

²¹ Cet échantillon est identique à celui retenu pour estimer le coefficient bêta de l'activité pour le calcul du coût du capital.



-
- (ii) Typologie d'actifs : sociétés soit spécialisées dans la location d'entrepôts et locaux d'activité pour des acteurs opérant notamment dans le secteur de la logistique, soit ayant une part significative d'entrepôts et de locaux d'activité dans leur portefeuille d'actifs.
 - (iii) Implantation géographique proche : sociétés opérant en Europe continentale.
 - (iv) Taille : sociétés avec une capitalisation boursière et une valeur du patrimoine droits inclus supérieure à 100 m€.

Nous constatons que *Sofibus Patrimoine* diffère des sociétés identifiées qui disposent d'un patrimoine extrêmement diversifié en termes de taille, de localisation géographique ainsi que de typologie d'actifs. En effet ces sociétés sont soit des acteurs spécialisés quasi-exclusivement dans le secteur de la logistique, louant leurs actifs à des sociétés de transport/logistique et donc implicitement exposés aux tendances de ce secteur, soit des acteurs avec une typologie d'actifs diversifiée, mais dont la taille et la localisation géographique diffèrent de celle de *Sofibus Patrimoine*. Ces profils de croissance et de risque diffèrent de ceux de *Sofibus Patrimoine* qui dispose d'actifs d'immobilier mixtes (logistique et tertiaire) concentrés sur une seule localisation.

Choix des multiples pertinents

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparaisons boursières et compte tenu de spécificité et secteur d'activité de la Société nous avons privilégié la notion de taux de rendement net induit²² (*NIY - implied net initial yield*) des actifs.

En revanche nous avons écarté les multiples de résultat net (*PER – Price Earnings Ratio*) qui ne permettent pas de prendre en compte les écarts éventuels de structure financière. De la même manière, nous avons également écarté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité. S'agissant des multiples d'EBITDA et EBIT, nous avons considéré que les spécificités des modèles économiques et des structures de coûts de chaque société ne permettent pas l'application de ces multiples de manière satisfaisante.

Nous avons aussi écarté les multiples de cours de bourse / ANR par action. En effet, nous considérons que ce type de multiples n'est pas approprié pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, en particulier, parce qu'une fraction significative des sociétés de l'échantillon bénéficie de régimes fiscaux différents de celui de la Société, soit qu'elles disposent du statut SIIC (*REIT – Real Estate Investment trust*) ou soit qu'elles sont implantées dans d'autres pays européens avec une fiscalité particulière.

Mise en œuvre et résultats de la méthode

Les taux de rendement net immédiats publiés dans les communications financières des sociétés comparables sont définis sur la base d'expertises immobilières. Ces taux reflètent donc (i) une vision historique (et potentiellement ancienne) du patrimoine à la date de la dernière l'expertise disponible et (ii) ne prennent pas en compte la vision instantanée du marché de la valeur de ce même actif. Pour corriger ce biais nous avons calculé des taux de rendement net immédiats induits à la date du 8 février 2021, définis comme ci-dessous :

- au numérateur, les revenus locatifs nets annualisés obtenus en multipliant (i) le dernier taux de rendement net immédiat publié par (ii) la valeur du patrimoine des sociétés comparables augmentée des droits de mutation propres à la localisation de chaque société comparable²³,

²² Revenus locatifs bruts annualisés basés sur les loyers en cours à la date de clôture, moins les charges immobilières non récupérables, divisé par la juste valeur du portefeuille augmenté des frais de transactions.

²³ Les droits de mutation propres à chaque pays ont été fixés sur la base des informations publiées dans *l'EPRA Global REIT Survey 2020* et *PwC Worldwide Tax Summaries*.



- au dénominateur, la valeur d'entreprise obtenue en ajoutant à la capitalisation boursière au 8 février 2021, (i) la dette financière nette retraitée de l'impact de la norme IFRS 16 (et normes équivalentes) et (ii) les actifs/passifs hors exploitation courante. Nous considérons que cette estimation de la valeur d'entreprise est proche de la valeur des actifs perçus par le marché.

Les résultats de la méthode sont détaillés dans le tableau suivant :

Sofibus Patrimoine - Données financières des comparables boursiers

En m€	Pays	Capitalisation (spot)	Valeur d'entreprise	Rendement net immédiat publié (*)	Rendement net immédiat induit (**)
Warehouses De Pauw	BE	5 318,8	7 428,6	5,4 %	3,3 %
VGP	BE	2 840,5	2 993,9	5,8 %	n.d.
Argan	FR	1 976,5	3 556,0	5,5 % [1]	4,4 %
Montea Comm.	BE	1 605,6	2 032,9	5,7 %	3,6 %
Nyfosa	SE	1 524,0	2 947,2	5,5 % [2]	5,3 %
Catena	SE	1 432,9	2 382,4	5,7 %	4,2 %
VIB Vermögen	DE	806,7	1 509,3	6,5 %	6,1 %
HIA&G Immobilien	CH	802,1	1 565,3	3,5 %	4,2 %
NP3 Fastigheter	SE	684,1	1 384,4	n.d.	n.d.
Corem Property Group	SE	635,1	1 170,6	n.d.	n.d.
Intervest Offices & Warehouses	BE	568,7	981,9	5,8 %	6,0 %
Tritax EuroBox	GB	498,8	847,0	4,4 %	4,6 %
Moyenne		1 614,9	2 583,4	5,3 %	4,6 %
Médiane		1 432,9	2 032,9	5,5 %	4,4 %

Source : Capital IQ & Bloomberg au 08/02/2021, rapports annuels

Note : [*] Net Initial Yield publiés dans les dernières communication financière des sociétés ;

Note : [**] Net Initial Yield induit calculé comme le ratio entre le revenu locatif net annualisé et la valeur d'entreprise ;

Note : [1] Net Initial Yield recalculés sur la base des NIY par actifs publiés en Juin 2020 ;

Note : [2] Résultat opérationnel net rapporté à la juste valeur des propriétés.

La moyenne de taux de rendement net immédiat induit (*implied net initial yield*) de l'échantillon s'établit à 4,6 %. Néanmoins ce tableau appelle les commentaires suivants :

- Les taux observés sont très hétérogènes (entre 3,3% et 6,1% pour les taux de rendement net immédiats observés).
- Les taux de rendement sont très dépendants de la typologie d'actifs. Or, le portefeuille d'actifs de la Société n'est pas parfaitement comparable à celui des sociétés identifiées, en particulier celles spécialisées dans le secteur de la logistique.
- La difficulté d'identification du montant des droits de mutation²⁴ liés au patrimoine des sociétés comparables nous ont conduits à appliquer à la valeur hors droits publiée un taux forfaitaire défini sur la base du pays d'enregistrement de chaque société comparable, qui ne prend pas en compte les disparités éventuelles au sein même des pays, le régime fiscal ou la typologie d'actifs détenus.

Au total, nous considérons que la méthode des comparaisons boursières ne peut pas être mise en œuvre de façon suffisamment satisfaisante pour donner des résultats fiables.

À titre indicatif, la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières fait ressortir une valeur de l'action de 260,7 € sur la base des taux de rendement net immédiats induits (*implied net initial yield*), correspondant à une décote par rapport au prix de l'Offre de 20,3 %.

²⁴ cf. note précédente. Les droits de mutation propres à chaque pays ont été fixés sur la base des informations publiées dans l'EPRA Global REIT Survey 2020 et PwC Worldwide Tax Summaries.



4.2.7. Méthode des transactions comparables

À la différence des cours de bourse utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transaction utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent généralement des primes par rapport à la valeur intrinsèque des sociétés acquises. Ces primes sont le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction. De ce fait, la méthode des transactions comparables apparaît particulièrement adaptée au contexte spécifique de l'Offre, car elle permet, en théorie, de capturer deux composantes essentielles pour l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre proposé par l'Initiateur dans la perspective d'un retrait obligatoire, à savoir la Valeur Intrinsèque des titres *Sofibus Patrimoine* et une quote-part des synergies.

L'objectif de la méthode des transactions comparables est de fournir une estimation de la valeur de la Société à travers l'utilisation de ratios d'évaluation (ou « multiples ») calculés à partir des prix des transactions de sociétés présentant un profil de risque (donc un portefeuille d'activités et une exposition géographique) comparable à celle de la société évaluée.

Limites de la méthode

Cette approche théorique se heurte malheureusement dans le cas présent à des écueils qui nous ont conduits à écarter la méthode :

- Il n'existe pas, à notre connaissance de transaction portant sur des actifs parfaitement comparables à ceux de *Sofibus Patrimoine* en termes de taille, de typologie, de profitabilité, et de zone d'implantation.
- L'information publique disponible sur la plupart de transactions est assez limitée. L'échantillon de transactions comparables que nous avons constitué n'est donc pas assez significatif pour constituer une base d'analyse solide.
- La difficulté à trouver un agrégat commun et approprié à l'ensemble des transactions. En effet, de nombreuses définitions pour le taux de rendement existent entre taux de rendement (*Yield*), le taux de rendement locatif (*Rental yield*), taux de rendement net immédiat (NIY - *Net Initial Yield*), taux de rendement net immédiat *Topped-Up*, etc. En outre, au sein même de ces agrégats des disparités existent entre les méthodes de calcul utilisées par chaque société (selon notamment que les normes *EPRA* soient appliquées ou non).

Malgré ces limites, nous avons constitué un échantillon de transactions portant sur des actifs proches de ceux de *Sofibus Patrimoine* et intervenues au cours des années 2020 ou 2021, afin de tenir compte des changements entraînés par la crise de la covid-19 et l'introduction de politiques environnementales plus strictes en Europe, qui ont impacté le secteur de l'immobilier. Nous avons privilégié la notion de taux de rendement des actifs.

Sélection d'un échantillon de transactions comparables

Malgré les limites évoquées ci-dessus, nous avons constitué un échantillon de transactions se rapprochant le plus possible de celle initiée par *SEGRO France* sur *Sofibus Patrimoine* en termes de typologie d'actifs. Pour cela, nous avons retenu des sociétés cibles répondant aux critères suivants :

- (i) Modalités de la transaction : acquisition portant directement ou indirectement sur des actifs ou des portefeuilles d'actifs seulement.



- (ii) Typologie d'actif : entrepôts et locaux d'activité loués à des acteurs opérant dans le secteur de la logistique et l'industrie.
- (iii) Implantation géographique : actifs opérant en Europe continentale et au Royaume-Uni.
- (iv) Taille : Transaction d'une valeur minimale de 100 m€.
- (v) Date de la transaction : Transaction ayant été clôturée entre le 1^{er} janvier 2020 et le 8 février 2021.

Mise en œuvre et résultats de la méthode

Nous avons identifié les taux de rendement des actifs acquis publiés lors de l'annonce des transactions, lorsque l'information était disponible. Les résultats de la méthode sont détaillés dans le tableau suivant :

Sofibus Patrimoine - Données financières des transactions comparables

Date	Acquéreur	Vendeur	Surface locative brute (k m ²)	Prix (m€)	Prix au m ² (€)	Rendement présenté (%)
21/01/2021	Partners Group	Paloma Capital	334,5	287,5	859,6	n.d.
30/12/2020	Blackstone	EPIC UK	255,5	386,4	1 512,3	n.d.
09/12/2020	AXA	Carlyle	390,0	270,0	692,3	n.d.
18/11/2020	CBRE Global Investors	Patrizia	83,2	135,0	1 623,1	n.d.
17/11/2020	Real IS	Patrizia	110,0	150,0	1 363,6	n.d.
28/10/2020	Blackstone	Prologis	400,0	522,9	1 307,2	n.d.
21/10/2020	SEGRO	Schroders	21,0	147,0	6 954,0	2,3% [1]
16/09/2020	Blackstone	Nyfosa	198,0	202,0	1 020,2	6,0% [2]
24/08/2020	Blackstone	Castlelake and Melcombe	201,9	270,0	1 337,1	n.d.
31/07/2020	Tristan Capital	Perrenot Groupe	280,0	180,0	642,9	n.d.
10/07/2020	Prologis	Inmobiliaria Colonial	100,2	164,0	1 636,7	n.d.
08/06/2020	SEGRO	Federated Hermes	55,1	227,5	4 129,4	3,5% [1]
19/05/2020	Dream Industrial	M7 Real Estate	192,0	140,0	729,2	n.d.
07/05/2020	Apeiron & Midas Int.	HOPP	150,0	200,0	1 333,3	n.d.
15/04/2020	Aviva Investors	NEXT	110,0	122,9	1 116,8	n.d.
23/03/2020	Mileway (Blackstone)	Clearbell Capital	186,0	128,2	689,5	n.d.
01/03/2020	Gazely	Goodman Group	2 400,0	1 000,0	416,7	n.d.
11/02/2020	Investec	Ares	1 000,0	277,0	277,0	n.d.
Moyenne						3,9 %
Médiane						3,5 %
Ecart-type - échantillon sélectionnée						39,2 %

Source : S&P Capital IQ

Note : [1] Taux de rendement net immédiats *Topped-up* ; [2] Taux de rendement locatif.

Note : Les descriptions des cibles de chacune des opérations se trouvent en annexe.

La moyenne des multiples de taux de rendement de l'échantillon s'établit à 3,9 %. Cependant, il ressort de l'échantillon de transactions identifiées une forte disparité entre les taux de rendement observés, sans que nous puissions précisément identifier les raisons de ces différences, reposant à la fois sur le manque d'information publique disponible et sur une disparité entre les modalités de calcul des taux de rendement net immédiats entre les transactions.

Au total, nous avons donc considéré que la méthode des transactions comparables ne permettait pas d'estimer de façon fiable une valeur pour la Société, tenant compte d'une éventuelle prime de contrôle et qui puisse être comparée au Prix d'Offre.

4.2.8. Analyse de primes sur opérations comparables (retraits obligatoires) sur des foncières françaises

Afin d'apprécier le niveau de prime offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société, nous nous sommes interrogés sur le niveau de prime par rapport au cours de bourse et à l'ANR payé, dans le passé récent, par les initiateurs de retraits obligatoires visant les titres de sociétés foncières françaises. En effet, la *SEGRO France* a déclaré son intention de procéder au retrait obligatoire des titres de la Société non apportés à l'Offre.

L'ANR de référence retenu par l'expert indépendant dans la plupart des offres examinées est l'ANR triple net EPRA de liquidation²⁵.

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des offres publiques ayant entraîné un retrait obligatoire portant sur des sociétés foncières cotées sur *Euronext Paris* depuis 2016, ainsi que les primes offertes par les initiateurs des offres (i) par rapport à l'ANR (expert indépendant et banque présentatrice) et (ii) par rapport au cours de bourse avant l'annonce de l'opération.

Sofibus Patrimoine - Retraits obligatoires sur les foncières cotées depuis 2016

Date de dépôt	Société Initiatrice	Société Cible	Type d'offre	Prix d'offre	Cours de bourse Spot à la clôture	ANR Expert	ANR Banque	Prime / decote Cours	Prime / decote ANR Expert	Prime / decote ANR Banque
2-sept.-19	Ovalto	Terreils	OPR - RO	34,62 €	34,50 €	31,36 €	31,36 €	0,3 %	10,4 %	10,4 %
6-juin-19	ROEF Holding	Officiis Properties	OPR - RO	1,20 €	0,30 €	0,16 €	0,10 €	300,0 %	674,2 %	1100,0 %
24-nov.-17	Foncière des Régions	Foncière Développement Logements	OPR - RO	8,06 €	8,54 €	4,70 €	4,65 €	(5,6) %	71,5 %	73,3 %
18-oct.-17	Gecina	Eurosic	OPAES - RO	51,00 €	41,00 €	48,60 €	48,38 €	24,4 %	4,9 %	5,4 %
20-janv.-17	Eurosic	Foncière de Paris	OPR - RO	136,00 €	118,20 €	123,78 €	125,72 €	15,1 %	9,9 %	8,2 %
1-févr.-16	Sabeton	Compagnie Agricole de la Crau	OPR - RO	29,00 €	28,40 €	24,62 €	22,55 €	2,1 %	17,8 %	28,6 %
Moyenne¹				62,66 €	55,53 €	57,09 €	57,00 €	10,5 %	10,7 %	13,1 %
Médiane¹				42,81 €	37,75 €	39,98 €	39,87 €	8,6 %	10,1 %	9,3 %
Ecart-type¹				68,8 %	65,7 %	69,2 %	71,5 %	93,9 %	42,7 %	69,2 %

Source : Notes en réponse AMF

Note : [1] excluant les transactions (i) ROEF Holding / Officiis Properties et (ii) Foncière des Régions / Foncière Développement Logements

Cependant, l'échantillon de transactions identifiées se caractérise par une forte disparité entre les primes observées. Cette disparité s'explique par les caractéristiques et le contexte spécifique propres à deux transactions en particulier (OPR-RO de *Officiis Properties* et *Foncière Développement Logements*). En effet :

- La prime extrêmement élevée de 674,2 % sur l'ANR retenue par l'expert indépendant concernant l'OPR-RO de *Officiis Properties* initiée par *ROEF Holding* s'explique par l'incertitude sur la continuité d'exploitation de la société cible en raison de l'échéance d'une obligation convertible exigible.
- Les niveaux de primes sur l'OPR-RO de *Foncière Développement Logements* initiée par *Foncière des Régions* (+71,5 % sur l'ANR de l'expert indépendant contre (5,6) % de décote sur le cours de bourse) s'expliquent par la déconnexion entre (i) le cours de bourse de la société (globalement stable, car très peu de liquidité observée) et (ii) son ANR en forte diminution précédant l'OPR-RO suite à la politique de cession d'actifs du groupe et un niveau de distribution de dividendes importants aux actionnaires.

Compte tenu de la particularité du contexte dans lequel ces deux transactions s'inscrivent, nous avons écarté ces opérations de notre échantillon.

La moyenne des primes observées sur l'échantillon corrigé de ces deux opérations s'établit à +10,7 % sur l'ANR retenu par l'expert indépendant et +13,1 % sur l'ANR retenu par la banque présentatrice. La prime moyenne sur le cours de bourse *spot* à la veille de l'annonce des offres

²⁵ À l'exception de la transaction du 16 février 2016 entre *Sabeton* et *Compagnie Agricole de la Crau* qui est fondée sur l'ANR liquidatif.



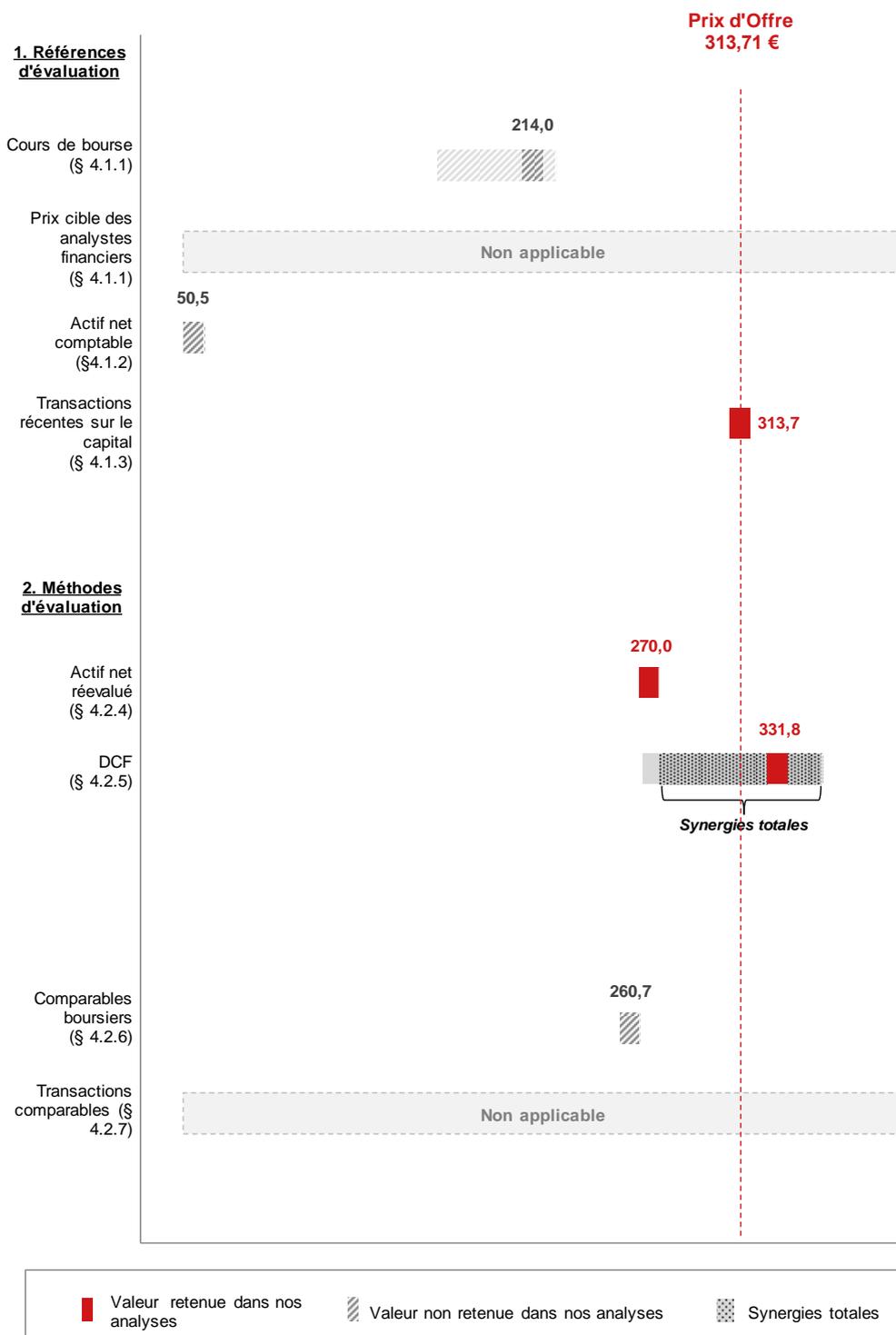
ressort à +10,5 %. Ces niveaux de prime sont cohérents avec celui affiché dans le cadre de la présente Offre (+16,2%).

4.3. Synthèse des résultats de l'approche multicritères

Le graphique ci-dessous présente de façon synthétique notre analyse des différentes références d'évaluation disponibles pour l'action *Sofibus* et des estimations délivrées par les méthodes d'évaluation intrinsèques et analogiques.



Valeur de l'action Sofibus (en €)



5. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par *Lazard* dans le contexte de l'Offre et dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

D'un point de vue méthodologique, la Banque a adopté une approche d'évaluation multicritères proche de la nôtre :

- S'agissant des méthodes d'évaluation, la Banque retient, comme nous, deux méthodes relevant de l'approche intrinsèque, la méthode ANR et la méthode DCF. La Banque retient par ailleurs les deux méthodes relevant de l'approche analogique, à savoir la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables, qui, de notre point de vue, sont peu pertinentes pour les raisons détaillées dans les sections précédentes.
- S'agissant des références d'évaluation, la Banque retient celle du cours de bourse. De notre côté, nous avons considéré que la liquidité du titre n'était pas suffisante pour que l'information disponible soit intégrée de façon efficiente dans les cours et que ce dernier constitue une référence solide.

5.1. Modalités de mise en œuvre de la méthode de l'actif net réévalué

La Banque a privilégié dans son analyse l'ANR de liquidation en s'appuyant sur les projets de comptes de la Société au 31 décembre 2020. La valeur de marché des immeubles retenue est celle communiquée par *CBRE* dans son rapport d'évaluation du patrimoine de la Société au 31 décembre 2020. Le taux d'impôt retenu par la Banque pour le calcul des impôts sur les plus-values latentes s'établit à 28,9 %, identique à celui retenu dans nos propres travaux.

Les seules différences dans la mise en œuvre de la méthode de l'ANR proviennent (i) d'une différence mineure dans le calcul de la trésorerie nette au 31 décembre 2020, qui s'explique uniquement par la prise en compte de montants différents pour les indemnités de licenciement de l'ancien Directeur Général Jean-Marc Costes (1,1 m€ pour *Lazard* correspondant au salaire moyen sur 29 mois versus 2,4 m€ pour *Accuracy* correspondant au montant inscrit dans le projet du bilan de la Société au 31 décembre 2020) et (ii) du fait que *Lazard* considère dans son calcul d'ANR un besoin de fonds de roulement (BFR) nul, alors que notre côté nous retenons la position à fin décembre 2020 de (0,3) m€.

Au total, le calcul d'actif net réévalué réalisé par *Lazard* fait ressortir un résultat très proche du nôtre, à savoir un ANR de liquidation qui s'établit à 272,1 € par action au 31 décembre 2020, contre 270 € dans nos travaux.

La Banque a également calculé un ANR alternatif sur la base d'un scénario qui suppose le changement de statut juridique de la société (transformation d'une Société Anonyme en Société d'Investissement Immobilier Cotée) et d'un impôt libératoire sur les plus-values latentes, « *exit tax* » (au taux de 19,0 %). Compte tenu de l'économie d'impôt réalisée, ce scénario extériorise un ANR de liquidation supérieur à la méthode précédente qui s'établit à 302,8 € par action. Pour notre part, nous considérons que le supplément extériorisé par ce scénario correspond à une synergie fiscale, rendue possible par la réalisation de la transaction. Nous ne l'avons donc pas pris en compte pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société.

5.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés (*Discounted Cash-Flow, DCF*)

La Banque a fait le choix de considérer une analyse DCF fondée sur deux scénarios :

- le Plan Acquéreur (établi en 2020 par le Management de *SEGRO*),
- le plan d'affaires vendeur (établi sur la base des comptes réels à fin 2018 par les actionnaires de *Sofibus Patrimoine*).

Compte tenu de son ancienneté, nous n'avons pas retenu ce second plan dans nos travaux. En effet, il a été établi sur une base d'un certain nombre d'hypothèses obsolètes aujourd'hui.

La mise en œuvre de la méthode DCF par la Banque conduit à deux fourchettes d'estimations de la valeur de l'action *Sofibus Patrimoine*, comprises entre 239,9 € et 258,6 € par action avec une valeur centrale à 249,0 € par action (plan d'affaires vendeur) et entre 272,9 € et 295,2 € par action avec une valeur centrale à 283,8 € (Plan Acquéreur). Dans les deux cas, cette valeur centrale est inférieure à la valeur centrale issue de nos propres travaux (331,8 €). Notre fourchette d'estimations de la valeur par action de *Sofibus Patrimoine* ressort entre 271,7 € et 348,5 € par action).

S'agissant des résultats fondés sur le Plan Acquéreur, l'écart entre nos estimations et celles de la Banque s'explique essentiellement par des choix distincts, tant au niveau des modalités de détermination de la valeur terminale que des principaux paramètres utilisés pour la détermination du taux d'actualisation. Les éléments les plus significatifs sont les suivants :

- S'agissant de la détermination de la valeur terminale, la principale différence réside dans la méthodologie de calcul mise en place. La Banque a opté pour la capitalisation d'un loyer normatif en 2030. Le taux de capitalisation retenu est celui utilisé par l'expert immobilier (*CBRE*) pour l'évaluation du patrimoine de la Société à fin décembre 2020 (6,8 %). Pour notre part, la valeur terminale a été estimée de façon traditionnelle sur la base d'un flux de trésorerie normatif. Pour cela nous avons raisonné sur la base d'un niveau de revenu locatif et de marge d'EBITDA proches de ceux observés au cours de la dernière année du Plan Acquéreur. Cette approche nous a conduits à incorporer également des investissements de renouvellement dans le flux terminal. Au total, notre estimation fait ressortir un taux de capitalisation des loyers implicite de 6,0%.
- S'agissant du taux d'actualisation, nous relevons également une différence significative entre les travaux de la Banque et les nôtres (respectivement 6,3% et 5,80%). En effet, la Banque estime deux des trois principaux paramètres (taux sans risque et prime de risque de marché) sur la base d'une moyenne historique sur 1 an, alors que nous retenons une approche normative de long terme. Par ailleurs, s'agissant de la mesure du risque systématique, la Banque retient un coefficient bêta prospectif pour l'activité (source *Barra betas*) de 0,7 quand nous retenons un coefficient bêta historique qui s'établit à 0,6. Ces coefficients bêta correspondent dans les deux cas à la moyenne des coefficients bêta de l'activité pour les sociétés comparables cotées des échantillons retenus. Autre différence, l'échantillon de dix sociétés retenu par la Banque (*cf. infra section 5.3*) présente cinq sociétés en commun avec notre propre échantillon (*cf. infra annexe 3*).
- Enfin, s'agissant des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de la Société, nous constatons des différences mineures dans le calcul de la trésorerie nette au 31 décembre 2020, qui s'expliquent essentiellement par la prise en compte de montants différents pour les indemnités de licenciement de l'ancien Directeur Général (1,1

m€ pour *Lazard* correspondant au salaire moyen sur 29 mois versus 2,4 m€ pour *Accuracy* correspondant au montant inscrit dans le projet du bilan de la Société au 31 décembre 2020).

Rappelons enfin que la valeur issue de la mise en œuvre de la méthode DCF sur le Plan Acquéreur ne constitue pas, selon nous, une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, puisqu'elle tient compte des synergies attendues de l'Opération par l'Initiateur. Pour les mêmes raisons, elle ne peut pas non plus être comparée directement au Prix d'Offre, puisque seule une fraction de la valeur de ces synergies doit être raisonnablement rétrocédée aux cédants dans le cadre de l'Offre.

5.3. Modalités de mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières

Sélection des sociétés comparables

Au même titre que nous, la Banque a constitué un échantillon de sociétés (i) spécialisées dans la gestion d'investissements immobiliers locatifs dans le secteur de la logistique et l'industrie, (ii) dont la capitalisation boursière était supérieure à 100 m€ le 11 décembre 2020, (iii) avec un portefeuille immobilier situé principalement en Europe continentale.

La Banque constitue ainsi un échantillon qui comprend cinq sociétés (*Warehouses De Pauw, Argan, Montea, VIB Vermoegen* et *Tritax EuroBox*), plus restreint que celui retenu dans nos propres travaux.

En effet, nous avons adopté une démarche moins restrictive, notamment en termes géographiques, en incluant des sociétés immobilières, par exemple implantées en Suède, mais présentant un portefeuille d'actifs proche selon nous de celui de *Sofibus*.

Nous retrouvons ainsi dans notre échantillon les cinq sociétés retenues par la Banque, auxquelles s'ajoutent sept autres sociétés : *Intervest Offices & Warehouses, Corem Property Group, NP3 Fastigheter, Catena, HIAG Immobilien, Nyfosa* et *VGP*.

La Banque retient également un second échantillon composé de sociétés d'investissement immobilier cotées, (dites *Real Estate Investment Trusts*) basées au Royaume-Uni (*London Metric Property, SEGRO, Tritax Big Box REIT, Urban Logistics REIT, Warehouse REIT*). Cet échantillon est utilisé uniquement dans le calcul du coefficient bêta de l'activité (*cf. supra*). Ces sociétés ne sont pas incluses dans notre échantillon de sociétés comparables.

Choix des multiples

S'agissant du multiple retenu, la Banque retient également les taux de rendement net immédiats induits comme ratios d'évaluation.

Sur cette base, la Banque présente quatre estimations de la valeur par action *Sofibus Patrimoine*, selon que l'on retienne ou non un éventuel changement du statut de la Société et selon qu'on privilégie la moyenne des taux de l'échantillon de comparables ou le taux d'*Argan*. Sur ces bases la valeur de *Sofibus Patrimoine* est estimée à :

- 274,5 € par action avec le taux moyen de l'échantillon et sans changement de statut,
- 305,5 € par action avec le taux moyen de l'échantillon et en supposant un passage au statut SIIC,
- 259,5 € par action avec le taux d'*Argan* et sans changement de statut,
- 288,4 € par action avec le taux d'*Argan* et en supposant un passage au statut SIIC.

Pour notre part, nous avons considéré que, en l'absence d'un échantillon de sociétés suffisamment comparable, la méthode ne pouvait pas donner de résultat fiable pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société.

5.4. Modalités de mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

L'évaluation par la méthode des transactions comparables mise en œuvre par la Banque se fonde également sur des taux de rendement net immédiats affichés au cours de transactions récentes.

La Banque a retenu un échantillon de cinq transactions portant sur (i) des actifs ou des portefeuilles d'actifs industriels ou logistiques (ii) situés en Europe continentale et au Royaume-Uni (iii) d'une valeur supérieure à 50 m€ (iv) annoncées entre le 12 décembre 2019 et le 11 décembre 2020 et (v) pour lesquelles l'information relative au loyer net ou au taux de rendement net immédiat ont été communiqués par la société.

Nous avons constitué notre propre échantillon en retenant, comme la Banque, les transactions portant sur (i) des actifs ou des portefeuilles d'actifs industriels ou logistiques (ii) situés en Europe continentale et au Royaume-Uni. À la différence de la Banque, nous avons retenu uniquement les transactions (iii) d'une valeur supérieure à 100 m€ (iv) annoncées entre le 1^{er} janvier 2020 et le 8 février 2021.

Il ressort de cette analyse que la quasi-totalité des transactions de plus de 100 m€ de la Banque sont présentes dans notre propre échantillon.

La très forte hétérogénéité des multiples observés, couplée aux différences dans la composition des échantillons, conduisent à des niveaux de primes moyennes observées différents entre la Banque et nous (rendement net immédiat moyen de 4,8 % sur la période 12 décembre 2019 – 11 décembre 2020 pour la Banque, contre 3,9 % de notre côté sur la période 1^{er} janvier 2020 – 8 février 2021).

Au total, si la Banque a choisi d'afficher les résultats obtenus par cette méthode (entre 257,2 € et 285,8 € par action), nous avons préféré écarter la méthode, dont les résultats nous semblent peu fiables pour les raisons évoquées plus haut (hétérogénéité des multiples, information lacunaire sur les transactions, différences en termes de définition des agrégats retenus pour le calcul des taux de rendement).



6. Conclusion sur le caractère équitable du Prix d'Offre

En janvier 2018, *SEGRO Plc*, par le biais de sa filiale *SEGRO France SA*, a acquis un bloc de 148 217 actions, représentant alors 19,50 % du capital et 19,24 % des droits de vote de la société au 14 décembre 2020.

Le 14 décembre 2020, *SEGRO France* a conclu l'achat de 569 379 actions (soit 74,89 % du capital et 74,13 % des droits de vote) auprès d'une partie du concert Hottinguer, de Mme Véronique Bowdler-Raynar, de la Succession Hottinguer et de plusieurs actionnaires minoritaires appartenant aussi à la famille Hottinguer. Ces différentes transactions ont toutes été réalisées sur la base d'un prix de 313,71 € par action.

À la suite de ces acquisitions, *SEGRO France* a porté sa participation dans le capital de la Société à 717 596 actions (représentant 94,39 % et 93,36 % des droits de vote).

S'agissant d'un ensemble de transactions emportant le contrôle de la Société, conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'AMF), *SEGRO France* est dans l'obligation d'initier une offre publique d'achat obligatoire sur le solde du capital de la Société.

Le 17 février 2021 la société *SEGRO France SA* a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat obligatoire sur le solde du capital de la Société au prix de 313,71 € par action.

L'Initiateur, qui détient au moment l'Offre 94,39 % du capital et 93,36 % des droits de vote de la Société, a également indiqué son intention de procéder au retrait obligatoire des titres de la Société non apportés à l'Offre.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, la Société a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant afin d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires de la Société. Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de quatre des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « 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 » (alinéa I - 1°) ;
- (ii) « 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 » (alinéa I – 2°) ;
- (iii) « 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 » (alinéa I – 4°) ;
- (iv) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire, nous estimons que le Prix d'Offre de 313,71 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est strictement égal aux prix payés dans les transactions récentes sur le capital de la Société.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui nous conduise à penser que les accords conclus avec les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

Dans la perspective du retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 313,71 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires résiduels de la Société est également équitable d'un point de vue financier.

En effet, ce prix extériorise une prime (+16,2%) par rapport à l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société fondée sur l'ANR de *Sofibus* au 31 décembre 2020 (270 €), niveau de prime qui nous semble raisonnable au regard de ceux habituellement pratiqués dans ce type d'offres.

Par ailleurs, nous avons également estimé la valeur de la Société grâce à la méthode DCF sur la base du plan d'affaires construit par l'Initiateur. S'agissant d'un plan qui intègre les intentions de l'Initiateur, la mise en œuvre de la méthode DCF sur ce plan conduit implicitement à prendre en compte la totalité de la valeur des synergies attendues par l'Initiateur dans l'évaluation. Il ressort de ces analyses que :

- La méthode DCF appliquée à ce Plan Acquéreur conduit à une estimation de la valeur de l'action, qui intègre en totalité les synergies, à 331,8 €.
- En retenant l'ANR comme référence pour la Valeur Intrinsèque de la Société, la valeur totale des synergies attendues par l'Initiateur ressort donc à 18,09 € par action.
- Cette valeur de l'action obtenue à partir du Plan d'Acquéreur extériorise un écart d'environ 5,5 % par rapport au Prix d'Offre (331,8 € contre 313,71 €).
- Cet écart s'explique par la valeur des synergies dont, logiquement, seule une partie est rétrocédée par l'acquéreur aux cédants dans le cadre de leurs négociations. Dans le cas présent, le Prix d'Offre intègre une quote-part significative (environ 70%) de la valeur des synergies attendues par l'Initiateur.

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de *Sofibus Patrimoine*.

Paris, le 17 février 2021.

Pour *Accuracy*,



Henri Philippe

Associé

Annexe 1. Etats financiers consolidés de la Société

Sofibus Patrimoine - Bilan économique

En k€	déc.-18	déc.-19	déc.-20
+ Autres immobilisations incorporelles	-	-	-
= Total immobilisations incorporelles	-	-	-
+ Terrains	10 464	10 594	11 396
+ Constructions	13 673	16 232	23 393
+ Installations techniques, matériels et outillages	373	648	662
+ Autres immobilisations corporelles	43	32	21
+ Immobilisations corporelles en cours	1 861	5 630	1 506
= Total immobilisations corporelles	26 414	33 136	36 979
+ Actions auto détenues	-	46	105
= Total immobilisations financières	-	46	105
= Actifs immobilisés	26 414	33 182	37 084
+ Créances clients et comptes rattachés	552	814	1 091
+ Autres créances	462	2 633	1 747
+ Charges constatées d'avance	45	70	54
- Avances et acomptes reçus	650	558	706
- Fournisseurs et comptes rattachés	1 809	2 424	1 090
- Dettes fiscales et sociales	565	1 589	1 108
- Dettes sur immobilisations et comptes rattachés	-	404	266
- Autres dettes	106	112	74
- Produits constatés d'avance	50	36	36
= BFR	(2 121)	(1 606)	(389)
Capitaux employés	24 293	31 576	36 695
+ Provisions pour risques et charges	502	401	261
= Provisions	502	401	261
+ Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	1	4 001	13 687
+ Dépôts de garantie	3 907	4 012	4 487
+ Dividendes à verser	-	-	-
+ Dette indemnité de licenciement dirigeant	-	-	2 400
- Dépôts de garantie versés	739	689	689
- Disponibilités	19 262	16 037	21 807
= Dette financière (trésorerie) nette	(16 093)	(8 713)	(1 921)
+ Capital	15 000	15 000	15 000
+ Primes d'émission, de fusion, d'apport	8 016	7 568	7 568
= Réserves	1 500	1 417	1 417
+ Report à nouveau	11 007	10 433	10 854
+ Résultat de l'exercice	3 927	4 981	2 973
+ Provisions réglementées	434	488	543
= Capitaux propres	39 884	39 888	38 355
Capitaux investis	24 293	31 576	36 695

Source : Rapports annuels, projet de comptes annuels

Sofibus Patrimoine - Compte de résultat

En k€	déc.-18	déc.-19	déc.-20
+ Loyers de location simple et indemnités d'occupation	11 897	12 616	13 908
+ Loyers de crédit-bail	-	-	-
+ Facturations diverses	26	24	118
= Loyers	11 923	12 640	14 026
+ Charges locatives refacturées	2 990	3 092	3 138
+ Autres produits locatifs	4	533	-
+ Produits VEFA	-	-	-
+ Autres prestations de services	367	353	375
= Total chiffre d'affaires	15 284	16 618	17 539
<i>Taux de croissance (%)</i>	1,3 %	8,7 %	5,5 %
- Entretien et frais de relocation	1 136	426	454
- Charges locatives générales	1 499	1 746	1 672
- Impôts et taxes sur immeubles	2 003	1 842	1 834
= Charges sur immeubles	4 638	4 014	3 960
<i>Taux de croissance (%)</i>	4,8 %	(13,5)%	(1,3)%
- Frais de personnel	967	992	984
- Impôts et taxes autres	118	160	138
- Achats stockés et autres charges générales d'exploitation	1 473	1 739	1 737
= Frais de fonctionnement	2 558	2 891	2 859
= Excédent brut d'exploitation	8 088	9 713	10 720
<i>Taux de croissance (%)</i>	2,3 %	20,1 %	10,4 %
<i>En % du chiffre d'affaires total</i>	52,9 %	58,4 %	61,1 %
+ Reprises sur amortissements et dépréciations, transferts de charges	4	534	177
- Dotations aux amortissements et provisions	1 898	1 892	2 588
+ Autres produits	145	156	35
- Autres charges	177	347	202
Résultat d'exploitation	6 162	8 164	8 142
<i>Taux de croissance (%)</i>	3,8 %	32,5 %	(0,3)%
<i>En % du chiffre d'affaires total</i>	40,3 %	49,1 %	46,4 %
+ Produits financiers	14	10	2
- Charges financières	2	15	104
Résultat courant	6 174	8 159	8 040
+ Produits exceptionnels	27	-	363
- Charges exceptionnelles	54	455	4 140
- Impôt sur les bénéfices	2 220	2 723	1 289
= Résultat de l'exercice	3 927	4 981	2 974
<i>Taux de croissance (%)</i>	5,3 %	26,8 %	(40,3)%

Source : Rapports annuels, projet de comptes annuels



Sofibus Patrimoine - Calcul des loyers nets

En k€	déc.-18	déc.-19	déc.-20
+ Loyers	11 923	12 640	14 026
- Facturations diverses	26	24	118
= Loyers de location simple	11 897	12 616	13 908
- Entretien et frais de relocation	1 136	426	454
- Charges locatives générales	1 499	1 746	1 672
- Impôts et taxes sur immeubles	2 003	1 842	1 834
= Charges sur immeubles	4 638	4 014	3 960
+ Charges locatives refacturées	2 990	3 092	3 138
= Loyers nets	10 249	11 694	13 086

Source : Rapports annuels, projet de comptes annuels

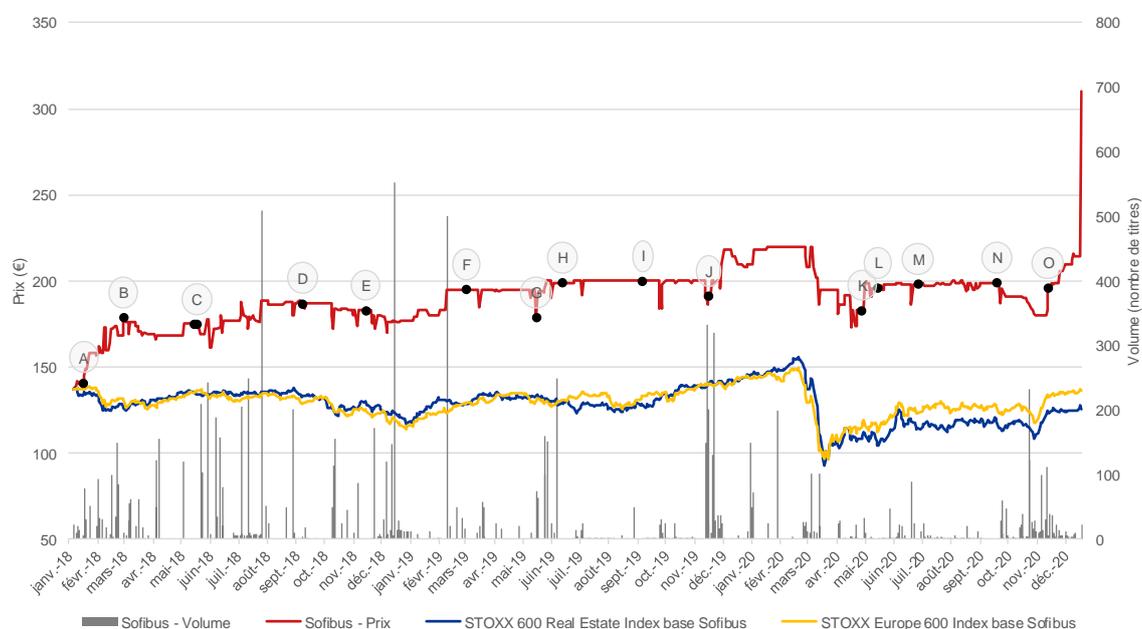
Sofibus Patrimoine - Flux de trésorerie

En k€	déc.-18	déc.-19	déc.-20
+ Résultat net	3 927,0	4 981,0	2 973,0
+ Dotations aux amortissements et provisions	1 952,0	2 348,0	2 838,5
- Reprises des amortissements et provisions	4,0	535,0	512,8
+ Plus ou moins value de cession	-	183,0	5,4
+ Autres	-	-	-
= CAF	5 875,0	6 977,0	5 304,1
- Variation des créances d'exploitation	(119,0)	2 433,0	(254,4)
- Variation des dettes d'exploitation	(1 347,0)	(2 062,0)	(1 031,9)
- Charges et produits constatés d'avance	15,0	39,0	(17,1)
= Variation du BFR	(1 451,0)	410,0	(1 303,4)
= Flux de trésorerie opérationnelle	7 326,0	6 567,0	6 607,4
- Acquisition d'immobilisations incorporelles	-	-	-
- Acquisition d'immobilisations corporelles	1 832,0	8 765,0	5 932,3
- Acquisition d'immobilisations financières	62,0	527,0	58,3
+ Cession d'immobilisations	-	-	27,0
= Flux de trésorerie d'investissement	(1 894,0)	(9 292,0)	(5 963,7)
- Dividende versé	4 001,0	4 501,0	4 560,0
+ Variation des fonds propres	-	-	-
- Remboursement d'emprunts	-	-	4 000,0
+ Nouveaux emprunts	-	4 000,0	13 600,0
= Flux de trésorerie de financement	(4 001,0)	(501,0)	5 040,0
= Variation de trésorerie	1 431,0	(3 226,0)	5 683,8
<i>Trésorerie d'ouverture</i>	<i>17 831,0</i>	<i>19 262,0</i>	<i>16 035,8</i>
<i>Trésorerie de clôture</i>	<i>19 262,0</i>	<i>16 036,0</i>	<i>21 719,7</i>

Source : Rapports annuels, projet de comptes annuels

Annexe 2. Cours de bourse de la Société

Sofibus Patrimoine - Cours de bourse :



Source : Capital IQ, Bloomberg

Sofibus Patrimoine - Légende du cours de bourse :

Lettre	Date	Evènement
O	12/11/2020	Résultats financiers du 3 ^{ème} trimestre 2020
N	18/09/2020	Résultats financiers du 1 ^{er} semestre 2020
M	26/06/2020	Assemblée Générale et publication des comptes annuels 2019
L	14/05/2020	Résultats financiers du 1 ^{er} trimestre 2020
K	27/04/2020	Annonce des chiffres clés de l'année 2019 et du dividende
J	15/11/2019	Résultats financiers du 3 ^{ème} trimestre 2019
I	06/09/2019	Résultats financiers du 1 ^{er} semestre 2019
H	12/06/2019	Assemblée Générale et publication des comptes annuels 2018
G	15/05/2019	Résultats financiers du 1 ^{er} trimestre 2019
F	28/02/2019	Annonce des chiffres clés de l'année 2018 et du dividende
E	14/11/2018	Résultats financiers du 3 ^{ème} trimestre 2018
D	07/09/2018	Résultats financiers du 1 ^{er} semestre 2018



C	17/05/2018	Assemblée Générale et publication des comptes annuels 2017
	15/05/2018	Résultats financiers du 1 ^{er} trimestre 2018
B	28/02/2018	Annonce des chiffres clés de l'année 2017 et du dividende
A	16/01/2018	Acquisition par <i>SEGRO France</i> d'une participation du capital de la Société



Annexe 3. Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les flux de trésorerie espérés de la Société. Le taux d'actualisation à utiliser, couramment désigné par l'acronyme WACC, peut être estimé de deux manières différentes. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l'actif économique de l'entreprise (ou « coût d'opportunité du capital ») qui est la source des *free cash-flows* ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le *pool* de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*).

L'approche du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à prendre en compte les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. Enfin, elle est source d'erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe.

Pour cette raison, nous préférons utiliser l'approche alternative selon laquelle les flux espérés sont actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »). Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l'actif économique de l'entreprise. Pour obtenir ce coût d'opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l'activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) selon lequel le coût d'opportunité du capital (k_a) est égal à :

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_M$$

où : R_F = taux d'intérêt sans risque ou loyer de l'argent

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_M = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

Taux d'intérêt sans risque exigé par les investisseurs (R_F)

La crise financière de 2007-2009 et la crise des dettes publiques en Europe ont ouvert une période de volatilité inhabituelle des taux de rendement des emprunts d'État.

Peu après le début de la crise, la Fed et la Banque centrale européenne ont rapidement baissé leurs taux d'intérêt indicateurs (à près de 0 %), entraînant une chute des rendements actuariels des obligations d'État. La crise des dettes souveraines a ensuite marqué une certaine polarisation au sein de la zone Euro avec (i) d'un côté une baisse des taux de rendement des pays considérés comme « sûrs » en termes de risque de crédit (*flight-to-quality*) et (ii) de l'autre une forte hausse des taux de rendement dans les pays tels que la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

En outre, afin de soutenir leurs économies, la Fed (fin 2011), suivie par la BCE (en 2015), ont eu recours à l'injection massive de capitaux via le rachat d'instruments financiers (*quantitative easing* ou QE). Conséquence directe de cette politique, les taux de rendement des obligations souveraines ont enregistré une forte baisse jusqu'à extérioriser des niveaux inférieurs aux perspectives d'inflation. Les dernières déclarations des banques centrales, à la suite de la crise



sanitaire actuelle, suggèrent d'ailleurs la poursuite du *quantitative easing* si bien que cet environnement de taux bas pourrait perdurer.

Si elle peut s'envisager à court/moyen terme cette situation n'est pas acceptable à long terme, car elle viendrait remettre en question la notion même de valeur temporelle de l'argent (ou « *time value of money* ») à la base des modèles d'évaluation usuels. Dans ce contexte, nous considérons que les rendements actuariels observés sur les obligations d'État ne constituent pas une référence de taux sans risque satisfaisante et préconisons de recourir à une approche normative, dérivée de l'équation de Fisher :

$$\text{Taux sans risque (nominal)} = \text{taux d'intérêt réel} + \text{inflation attendue à long terme}$$

Deux solutions équivalentes peuvent alors être envisagées, qui ont des conséquences dans nos travaux à la fois sur la mesure du taux sans risque, mais aussi sur l'estimation du taux de croissance perpétuelle (*cf. supra*) :

- Considérer que nous sommes entrés dans une ère de taux d'intérêt durablement bas, avec un niveau d'inflation faible (proche de zéro). Il s'agit alors d'estimer le taux sans risque sur la seule base du taux d'intérêt réel et de considérer un taux d'inflation nul à court, moyen et long termes. La conséquence est alors que le taux de croissance perpétuelle retenu dans l'évaluation (*cf. supra*), qui correspond au taux d'inflation à long terme, doit également être fixé à zéro. Cette approche est toutefois difficile à mettre en œuvre puisque la plupart des plans d'affaires d'entreprises reposent sur des taux d'inflation non nuls, généralement proches des taux historiques moyens.
- Considérer que les taux d'intérêts devraient revenir vers un niveau normatif à long terme. Il s'agit alors d'estimer le taux d'intérêt réel et d'estimer un taux d'inflation de long terme, cohérent avec celui retenu pour l'estimation du taux de croissance perpétuel. C'est cette seconde approche que nous avons retenue dans nos travaux

S'agissant du taux d'intérêt réel, nous retenons un taux d'intérêt réel exigé par les investisseurs sur une maturité courte de 1,0 %, en ligne, par exemple avec le rendement moyen des bons du Trésor observé sur la période 1900-2018 par *Dimson, Marsh et Staunton*²⁶ au Canada (1,5 %), en Grande-Bretagne (1,2 %) et aux États-Unis (0,9 %)²⁷. S'agissant de taux d'intérêt réel, une fois corrigé de l'effet de l'inflation, qui est l'un des principaux facteurs de différence entre les taux d'intérêts des pays, l'absence de quelques grands pays européens, comme l'Allemagne ou la France, ne nous semble pas remettre en cause nos conclusions. Par ailleurs, rappelons que la prime de risque de marché reprise dans le cadre de nos travaux (*cf. supra*) repose également sur cette même estimation de 1 %.

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la Zone Euro, celui-ci peut être estimé à 1,5 % (soit un niveau voisin de celui observé en 2019 et un peu inférieur à l'objectif de 2,0 % retenu par la BCE).

Sur ces bases, le taux d'intérêt sans risque (R_f) retenu par *Accuracy* s'établit à 2,5 % (soit : 1,0 % + 1,5 %).

²⁶ *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook* (Edition 2019), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.

²⁷ L'Allemagne, l'Italie ou la France n'ont pu être retenues, car les bons du Trésor de ces pays ont extériorisé en moyenne sur 1900-2018 une rentabilité négative (respectivement -0,5 %, -1,6 % et -2,4 % sur la période 1900-2018) en termes réels en raison d'épisodes non anticipés de forte inflation. Dès lors, les pays anglo-saxons retenus apparaissent comme les proxys les plus pertinents pour estimer le taux réel.



Prime de risque de marché anticipée (P_M)

S'agissant de la PRM, nous nous référons à nouveau aux travaux de *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* qui s'appuient sur une approche dite « historique ajustée ». En effet, les deux approches traditionnellement utilisées pour estimer la PRM (approche historique et approche prospective) ne permettent pas d'obtenir des estimations suffisamment fiables et cohérentes dans le temps de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché action.

Dans l'édition 2019 du "*Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook*", *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* se fondent ainsi sur 119 années de données pour estimer à 5,0 % la PRM (par rapport à un taux sans risque basé sur les bons du Trésor).

Bien que cette estimation soit cohérente avec leur étude initiale de 2006, nous estimons que la stabilité de la PRM estimée depuis le début des années 2000 peut être questionnée au regard des trois considérations suivantes.

- En premier lieu, après la fin de la guerre froide et l'avènement d'une mondialisation heureuse, les attentats du 11 septembre 2001 ont marqué un vrai changement dans la perception du risque géopolitique par les investisseurs, la visibilité offerte par la pérennité supposée de l'opposition Est-Ouest ayant fait place au sentiment d'insécurité provoqué par un multilatéralisme jugé incontrôlable.
- En deuxième lieu, la crise financière et boursière d'octobre 2008 a mis en lumière un risque systémique qui vient clairement limiter l'intérêt de la diversification internationale en termes de réduction du risque.
- En troisième lieu, alors qu'elle aurait dû favoriser la consommation et l'investissement en actifs risqués, la persistance de taux d'intérêt très bas en Europe et même l'avènement de taux d'intérêt négatifs ont paradoxalement provoqué une nette augmentation de l'épargne en actifs sûrs, ce qui traduit chez les investisseurs une peur indubitable du futur et un degré d'aversion pour le risque particulièrement élevé.

Au vu de ces éléments, il nous semble plausible que le mouvement de baisse enregistrée par la prime exigée amorcée sur la deuxième moitié du siècle dernier se soit inversé au début des années 2000 (augmentation de la prime de risque).

Cette hypothèse nous conduit donc à retenir une PRM légèrement plus élevée que celle estimée par *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton*. La prime de risque PRM retenue par *Accuracy* s'élève ainsi à 5,5 %.

Coefficient bêta de l'activité (β_a)

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché (notamment *Stoxx 600 Europe* pour les sociétés européennes et *S&P 500* pour les sociétés américaines).

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur longue période (5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15,0 % sont ensuite retenus.

Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

Nous avons retenu le même échantillon de sociétés comparables que celui identifié dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, soit les douze sociétés suivantes : *Warehouses De Pauw*, *VGP*, *Argan*, *Montea Comm.*, *Nyfosa*, *Catena*, *VIB Vermögen*, *HIAG Immobilien Holding*, *NP3 Fastigheter*, *Corem Property Group*, *Intervest Offices & Warehouses* et *Tritax EuroBox* (cf. *supra*, section 4.2.6 pour plus de détails sur la sélection des groupes cotés comparables). Sur ces douze sociétés, *Nyfosa* et *Tritax EuroBox* ont été exclues faute d'un historique de cours de bourse suffisamment long, ces sociétés ayant été introduites en bourse dans le courant de l'année 2018. *Warehouses De Pauw*, *VGP*, *Montea Comm.*, *Catena*, *HIAG Immobilien Holding*, *Corem Property Group*, *Intervest Offices & Warehouses* ont également été exclues faute de régressions suffisamment significatives (R^2 inférieur à 15,0 %).

L'analyse quantitative réalisée selon les modalités exposées ci-dessus aboutit ainsi à un coefficient bêta de 0,6 qui correspond au coefficient bêta désendetté moyen observé sur une période de 5 années au 8 février 2021 pour les sociétés *Argan*, *VIB Vermögen* et *NP3 Fastigheter* finalement retenues.

Ce niveau de coefficient bêta issu d'une approche quantitative est cohérent avec celui donné par une approche qualitative. En effet, les deux déterminants du risque systématique qui pèse sur une activité (et donc sur son coefficient bêta) sont d'une part sa sensibilité à la conjoncture économique et d'autre part son levier opérationnel. La Société est active dans le secteur immobilier avec des contrats de location de long terme, ce qui confère un caractère peu risqué à l'activité avec un niveau de dépendance à la situation économique inférieur à la moyenne. En outre, le levier opérationnel de la Société apparaît limité compte tenu d'une base de coûts principalement variable qui est refacturée aux locataires. Ces deux éléments justifient, au total, un coefficient bêta désendetté significativement inférieur à celui du marché.

Conclusion

Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 5,8 %, soit :

$$k_A = R_F + [\beta_A \times PRM] = 2,5 \% + [0,6 \times 5,5 \%] = 5,8 \%$$



Annexe 4. Méthode des transactions comparables

Sofibus Patrimoine - Données financières des transactions comparables (1/2)

Date	Acquéreur	Vendeur	Description de la cible	Surface locative brute (k m ²)	Prix (m€)	Prix au m ² (€)	Rendement présenté (%)
21/01/2021	Partners Group	Paloma Capital	Portefeuille de 27 propriétés industrielles légères au R.U.	334,5	287,5	859,6	n.d.
30/12/2020	Blackstone	EPIC UK	Portefeuille de huit actifs industriels comprenant des biens immobiliers commerciaux	255,5	386,4	1 512,3	n.d.
09/12/2020	AXA	Carlyle	11 actifs dans les environs des agglomérations de Milan, Padoue et Turin	390,0	270,0	692,3	n.d.
18/11/2020	CBRE Global Investors	Patrizia	Parc logistique nouvellement développé à Berlin	83,2	135,0	1 623,1	n.d.
17/11/2020	Real IS	Patrizia	Deux biens logistiques dans les environs de Madrid	110,0	150,0	1 363,6	n.d.
28/10/2020	Blackstone	Prologis	22 actifs implantés dans la région des Midlands au R.U.	400,0	522,9	1 307,2	n.d.
21/10/2020	SEGRO	Schroders	Electra Park - Entrepôt urbain dans la ville de Canning au R.U.	21,0	147,0	6 954,0	2,3%
16/09/2020	Blackstone	Nyfosa	8 entrepôts et actifs logistiques suédois	198,0	202,0	1 020,2	6,0%
24/08/2020	Blackstone	Castlelake and Melcombe	Portefeuille de 28 actifs en France et en Allemagne	201,9	270,0	1 337,1	n.d.
31/07/2020	Tristan Capital	Perrenot Groupe	Portefeuille de 50 sites logistiques comprenant des biens immobiliers logistiques	280,0	180,0	642,9	n.d.
10/07/2020	Prologis	Inmobiliaria Colonial	3 bâtiments logistiques en Espagne	100,2	164,0	1 636,7	n.d.
08/06/2020	SEGRO	Federated Hermes	Site de Perivale Park, dans l'ouest de Londres - comprenant un entrepôt urbain	55,1	227,5	4 129,4	3,5%
19/05/2020	Dream Industrial	M7 Real Estate	Portefeuille de biens immobiliers destinés à l'industrie légère aux Pays-bas	192,0	140,0	729,2	n.d.
07/05/2020	Apeiron & Midas Int.	HOPP	Site de Maple Logistics en Allemagne (150k m ²), comprenant des biens immobiliers commerciaux	150,0	200,0	1 333,3	n.d.
15/04/2020	Aviva Investors	NEXT	Trois entrepôts logistiques en Angleterre, comprenant des biens commerciaux	110,0	122,9	1 116,8	n.d.



Sofibus Patrimoine - Données financières des transactions comparables (2/2)

Date	Acquéreur	Vendeur	Description de la cible	Surface locative brute (k m ²)	Prix (m€)	Prix au m ² (€)	Rendement présenté (%)
23/03/2020	Mileway (Blackstone)	Clearbell Capital	22 actifs industriels de petite et moyenne taille au R.U.	186,0	128,2	689,5	n.d.
01/03/2020	Gazely	Goodman Group	40 actifs en Europe Centrale et Orientale	2 400,0	1 000,0	416,7	n.d.
11/02/2020	Investec	Ares	45 biens logistiques répartis en Europe	1 000,0	277,0	277,0	n.d.
Moyenne							3,9 %
Médiane							3,5 %
Ecart-type - échantillon sélectionné							39,2 %
Source : S&P Capital IQ							



Annexe 5. Glossaire

Les termes suivants ont été utilisés dans la présente expertise :

\$	U.S. dollar
£	Livre sterling
€	Euro
ANR	Actif net réévalué
ANR (EPRA)	Valeur intrinsèque ajustée pour tenir compte des immeubles de placement et les autres investissements à la juste valeur et pour exclure certains éléments qui ne sont pas supposés s'intégrer dans un modèle d'investissement immobilier à long terme.
ANR Triple net (EPRA)	EPRA NAV ajusté pour tenir compte des justes valeurs (i) des instruments financiers, (ii) de la dette et (iii) des impôts différés.
BFR	Besoin de Fonds de Roulement
BV	Besloten Vennootschap, société à responsabilité aux Pays-Bas et en Belgique
CAGR	Compounded Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted Cash Flows (flux de trésorerie actualisés)
EBIT	Earnings Before Interests and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
EPRA	European Public Real Estate Association
k	Milliers
m	Millions
m²	Mètre carré
Mds	Milliards
MEDAF	Modèle D'Evaluation des Actifs Financiers



NIY (EPRA)	Revenus locatifs bruts annualisés basés sur les loyers en cours à la date de clôture, moins les charges immobilières non récupérables, divisé par la juste valeur du portefeuille augmenté des frais (estimés) de transactions (= valeur acte en main).
OPAAES	Offre publique alternative d'achat et d'échange simplifiée
OPR-RO	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire
PER	Price Earnings Ratio
REIT	Real Estate Investment Trust
RIE	Restaurant Inter-Entreprises
SA	Société Anonyme
SARL	Société Anonyme à Responsabilité Limitée
SIIC	Société d'Investissement Immobilière Cotée
Topped-up NIY (EPRA)	Cette mesure incorpore un ajustement par rapport à l'EPRA NIY relatif à l'expiration des périodes de gratuité locative (ou d'autres réductions de loyer).
ZAC	Zone d'Aménagement Concerté



Annexe 6. Lettre de mission



in excellent company

Sofibus Patrimoine

Lettre de mission

Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique
envisagé par SEGRO France SA sur les actions de Sofibus
Patrimoine SA

Janvier 2021

Transactions

Disputes

Crises

Decisions



LETTRE DE MISSION

Cyril Derkenne
Sofibus Patrimoine
43 rue Taitbout
75009 PARIS

Fait à Paris, le 5 janvier 2021

Confidentiel

Cher Monsieur,

Faisant suite à nos réunions téléphoniques du 22 décembre 2020 et 4 janvier 2021, la présente lettre a pour objet de vous confirmer nos accords relatifs à la réalisation de travaux d'analyse financière et la rédaction subséquente d'une attestation d'équité pour le compte de votre société (ci-après les « **Services** »).

L'Annexe A ci-jointe reprenant les conditions de la mission fait partie intégrante desdits accords.

Sofibus Patrimoine SA (ci-après désigné « **Sofibus** », « **Sofibus Patrimoine** » le « **Client** » ou la « **Société** ») et *Accuracy* seront désignés conjointement comme les « **Parties** ».

Contexte et objet de la mission

Sofibus Patrimoine est une société foncière cotée sur le compartiment B d'*Euronext Paris*. Elle affichait, le 11 décembre 2020, une capitalisation boursière de 162,7 m€ (pour un cours de bourse de 214,00€ par action).

L'essentiel de son patrimoine est constitué par un parc immobilier à Bonneuil-sur-Marne dans le Val de Marne (Parc des Petits Carreaux), de réserves foncières et d'un immeuble de bureaux dans le 9^{ème} arrondissement de Paris. La Société ne dispose pas du statut SIIC (Société d'Investissement Immobilier Cotée).

Courant 2018, *SEGRO France SA* (« **l'Initiateur** »), une filiale de *SEGRO Plc*, a acquis une participation de 19,50% dans le capital et 19,24% des droits de vote de la Société pour un prix de 138,00€ par action. Le 14 décembre 2020, l'Initiateur a acquis un bloc complémentaire représentant 74,89% du capital et 74,13% des droits de vote auprès des différents actionnaires suivants de la Société :

- 422 778 actions (55,61% du capital et 55,10% des droits de vote) auprès des actionnaires agissant de concert (le « **Concert Hottinguer** ») contrôlant de la Société à l'exception de la *Succession Henri Hottinguer*,
- 69 192 actions (9,10% du capital et 8,98% des droits de vote) auprès de Véronique Bowdler-Raynar,
- 5 132 actions (0,68% du capital et 0,67% des droits de vote) auprès de la *Succession Henri Hottinguer*,
- 72 277 actions (9,51% du capital et 9,38% des droits de vote) auprès de divers autres minoritaires (*Groupe Jean-Philippe Hottinguer*).



L'ensemble de ces actions ont été acquis sur la base d'un prix unitaire de 313,71€ par action.

Conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'AMF), *SEGRO France* est dans l'obligation d'initier une offre publique d'achat obligatoire simplifiée sur le solde du capital de la Société (ci-après « l'Offre »). Cette Offre a été déposée au prix de 313,71 € par action (ci-après le « Prix d'Offre »), identique à celui qui a servi de base à l'Opération.

L'Initiateur, qui détient au moment l'Offre 94,39 % du capital et 93,36 % des droits de vote de la Société, a également indiqué son intention de procéder au retrait obligatoire des titres de la Société non apportés à l'Offre.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière (article 261-1 du Règlement Général de l'AMF), la Société a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux actionnaires minoritaires de la Société (ci-après les « Actionnaires Minoritaires »).

L'Annexe B ci-jointe présente le programme de travail prévisionnel détaillé tel que nous l'envisageons à ce stade de notre connaissance du dossier.

Fondements réglementaires

L'intervention d'*Accuracy* en qualité d'expert indépendant est requise conformément à la réglementation boursière au titre des quatre dispositions suivantes de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « 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 » (alinéa 1 - 1°) ;
- (ii) « 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 » (alinéa 1 – 2°) ;
- (iii) « 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 » (alinéa 1 – 4°) ;
- (iv) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

Déclaration d'indépendance

Accuracy n'a réalisé aucune mission, et en particulier aucune mission d'évaluation, pour le compte de la Société ou de l'Initiateur au cours des 18 derniers mois.

Accuracy atteste, conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF de « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

Produit fini

Le présent rapport d'expertise est une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020, et comprendra notamment les éléments suivants :



-
- une présentation synthétique d'Accuracy,
 - la liste des missions d'expertise effectuées par le cabinet au cours des douze derniers mois,
 - un rappel du contexte de l'Offre, une analyse des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant et des implications éventuelles sur les contours de notre mission,
 - la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF,
 - la rémunération perçue dans le cadre de notre mission,
 - une description détaillée des diligences mises en œuvre pour accomplir notre mission, dont notamment le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées, les sources d'information utilisées et le personnel associé à sa réalisation,
 - notre propre estimation de la valeur des actions de *Sofibus Patrimoine* selon une approche multicritères, dont la méthode principale sera l'Actif Net Réévalué,
 - une analyse critique des travaux d'évaluation de la Société réalisés par les conseils de l'initiateur dont la banque présentatrice,
 - le cas échéant, notre réponse aux observations écrites effectuées par les actionnaires minoritaires de la Société,
 - notre conclusion sur le caractère équitable du Prix d'Offre, au regard des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant,
 - une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par l'associé du cabinet en charge du contrôle qualité de notre rapport d'expertise.

Ce rapport vous sera présenté au stade de projet pour être discuté et finalisé à la suite de vos commentaires. Il sera ensuite présenté au Conseil d'administration de la Société et pourra être rendu public dans la note en réponse relative à l'Offre conformément au règlement général de l'AMF.

Le contrôle qualité de nos travaux sera réalisé par M. Bruno Husson, associé honoraire d'Accuracy. Il sera assisté par M. Nicolas Paillot de Montabert, associé d'Accuracy en charge des activités immobilières, qui apportera autant que nécessaire son expertise du secteur à M. Husson ainsi que de Margaux Saint-Exupéry, Senior Manager.

M. Husson n'est plus salarié d'Accuracy. Il sera rémunéré sur la base du temps passé pour ses diligences dans le cadre d'une facturation ponctuelle. Il pourra faire appel autant que de besoin à d'autres consultants d'Accuracy dans le cadre de sa mission de contrôle, en particulier si la complexité des modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission le nécessite.

Le contrôle qualité sera réalisé sous la seule direction de M. Bruno Husson, en plusieurs temps :

- entretiens au démarrage de la mission portant sur le contexte et les caractéristiques de l'Offre, afin de délimiter les difficultés et zones de risques éventuelles,
- relecture critique du rapport pouvant conduire à modifier, approfondir certaines analyses.
- Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (ANR et modèle DCF en particulier) feront également l'objet d'une revue analytique par un consultant qui n'a pas participé à la mission.

Calendrier

Conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, notre mission d'expertise indépendante requiert un délai suffisant pour formuler notre opinion, délai qui ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Nous comprenons que notre nomination en tant qu'expert indépendant fera l'objet d'une demande de non-opposition auprès du Collège de l'AMF courant janvier. Nous avons été nommé sous cette réserve et nous considérons que la date de désignation effective à retenir pour les besoins de la réalisation de nos travaux, notamment s'agissant du début de notre mission, sera la date de signature de notre lettre de mission par *Sofibus Patrimoine*, si l'AMF n'émet aucune opposition, cette signature devant intervenir dès que possible après la décision de non-opposition de l'AMF.



A ce stade, nous comprenons qu'il est prévu que l'Offre soit déposée courant février par l'Initiateur. Dans ce contexte, et sous réserve de l'obtention de l'ensemble des documents et informations nécessaires à la réalisation de notre mission (états financiers à fin décembre 2020, projet de note d'offre, rapport d'évaluation de la banque présentatrice notamment), nos travaux pourraient débuter début janvier, et nous définirons ensemble un calendrier de travail de telle sorte à vous transmettre un premier projet de rapport en temps utiles.

Ce projet de rapport sera ensuite finalisé à la suite de vos commentaires et nous ferons nos meilleurs efforts afin que sa version définitive soit disponible au moins une semaine avant le Conseil d'Administration de la Société devant rendre son avis motivé sur l'Offre (date non encore connue à ce jour).

Limites de notre intervention

Nous attirons votre attention sur le fait que nos travaux seront fondés sur les informations communiquées par la Société (états financiers historiques, budgets et prévisions) et ce sans vérification de ces informations de notre part.

Équipe et moyens matériels

Henri Philippe, Associé de notre société en charge de l'activité évaluations et attestations d'équité, supervisera la réalisation de l'ensemble de la mission. Il sera assisté par une équipe de deux consultants seniors spécialisés dans ce type de mission ainsi que de deux consultants juniors.

A titre indicatif, et compte tenu de notre connaissance actuelle du dossier, nous anticipons une répartition des heures de travail comme présentée dans le tableau suivant :

Répartition estimée des heures de travail					
	Semaine 1	Semaine 2	Semaine 3	Semaine 4	Total
Partner / Director	10	10	20	20	60
Manager	40	40	40	40	160
Analyste	40	40	40	-	120
				Total	340

Revue qualité					
	Semaine 1	Semaine 2	Semaine 3	Semaine 4	Total
Partner / Director	4	2	2	8	16
				Total (yc, revue qualité)	356

Un CV résumé des différents intervenants sur la mission est présenté en annexe.

En outre, *Accuracy* confirme disposer des moyens matériels nécessaires pour mener à bien une telle mission d'expertise indépendante. En particulier, *Accuracy* dispose :

- d'un accès aux bases de données financières suivantes : *S&P Capital IQ, Bloomberg, Thomson Reuters* ;
- d'un accès à des bases de données d'études académiques.

Honoraires

Notre rémunération prendra la forme d'honoraires forfaitaires d'un montant de 70 000 (soixante-dix mille) euros hors taxes, frais directs et débours divers (ces derniers s'élèvent à six pour cent de nos honoraires hors taxes). Ces honoraires et les frais associés seront payables à la remise de la version finale de l'attestation d'équité à la Société.

Ces honoraires prennent en compte le coût de la revue qualité.

Le montant d'honoraires a été établi sur la base du temps requis par les diligences nécessaires à la conduite de ce type de mission et la rédaction d'un rapport dans les délais susmentionnés. Dans



l'hypothèse où la mission d'Accuracy se prolongerait au-delà du calendrier envisagé et/ou dans le cas où une modification significative des principales caractéristiques de l'Offre conduirait Accuracy à réaliser des travaux complémentaires (par exemple, en cas de questions ou commentaires de l'AMF ou d'actionnaires minoritaires), les parties conviennent de fixer d'un commun accord un budget additionnel d'honoraires. Ce budget sera fondé sur la base du temps passé au taux horaire habituellement pratiqué chez Accuracy dans ce type de mission en fonction de la séniorité des personnes concernées.

Conflit d'intérêts

En acceptant les termes de la présente lettre, vous reconnaissez nous avoir demandé expressément de fournir les prestations qui y sont décrites et vous renoncez par avance à toute réclamation fondée sur des allégations de conflit d'intérêts en relation avec ces prestations. Nous nous réservons le droit de mettre fin à tout moment à notre mission dans le cas où nous jugerions que certaines circonstances ne nous permettent pas de poursuivre nos travaux de manière objective.

Intégralité de l'accord

Les Services seront fournis en vertu des dispositions de la présente lettre et de l'annexe A ci-jointe qui fait partie intégrante de la lettre de mission. Cette lettre ainsi que son annexe décrivent l'intégralité de nos accords relatifs aux Services. Elles remplacent et annulent toutes propositions, correspondances et accords antérieurs, qu'ils soient écrits ou oraux, entre les Parties. Les accords entre le Client et Accuracy contenus dans la présente lettre et son annexe ci-jointe demeureront applicables après la réalisation ou la résiliation de la présente mission. Dans le cas d'un conflit entre les dispositions de la présente lettre et l'une quelconque des dispositions figurant en annexe A ("les conditions de la mission"), les dispositions de l'annexe A prévaudront.

Valeur relative de la lettre de mission

Chaque Partie reconnaît qu'elle souscrit à la présente lettre de mission sur la base des accords et déclarations contenus aux présentes et à ses propres fins et non pour le bénéfice d'un tiers quelconque n'étant pas expressément identifié aux présentes.

Incessibilité

Chaque Partie à la présente lettre s'interdit de céder, transférer ou vendre, directement ou indirectement, à un tiers quelconque, toutes créances, qu'elle pourrait avoir à l'encontre de l'autre partie, découlant de la présente lettre de mission.

Intuitu personae

La présente lettre de mission est conclue intuitu personae. Aucune des Parties n'est autorisée à céder ou sous-traiter tout ou partie des obligations qui lui incombent au titre de la présente lettre de mission sans l'accord exprès et préalable de l'autre Partie.

Droit applicable

Les Parties entendent que d'éventuels désaccords ou litiges qui viendraient à les diviser quant à la validité, l'application ou l'interprétation de la présente lettre de mission, soient résolus conformément aux dispositions du droit français.

Litiges

Les Parties conviennent de soumettre tout différend qui ne serait pas réglé à l'amiable entre elles à la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Paris, même en cas d'appel en garantie ou de pluralité de défendeurs. Cette attribution de compétence s'applique également en matière de référé.

Nous vous remercions de nous confirmer votre accord sur ce qui précède en nous retournant un des deux exemplaires signés de la présente lettre.



Nous sommes honorés de votre confiance et vous assurons de notre volonté de tout mettre en œuvre pour continuer à la mériter.

Veillez croire, cher Monsieur, à l'expression de nos sentiments distingués,

Accuracy



Henri PHILIPPE
Associé

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

Sofibus Patrimoine



Cyril DERKENNE
Directeur Général Délégué

