

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE SIMPLIFIEE VISANT
LES ACTIONS DE LA SOCIETE COVIVIO HOTELS INITIEE PAR LA SOCIETE



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») à l'offre publique d'échange simplifiée (l'« **Offre** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 14 mai 2024, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

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

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Abergel, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le présent Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de Covivio Hotels (<https://www.covivio-hotels.fr/>) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais auprès de Covivio Hotels (10, rue de Madrid – 75008 Paris).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Covivio Hotels, 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 selon les mêmes modalités que le présent Projet de Note en Réponse.

Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ce document.

TABLE DES MATIERES

1. CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	3
1.1. Présentation de l'Offre	3
1.2. Contexte et motifs de l'Offre.....	4
1.2.1. <i>Présentation de l'Initiateur.....</i>	4
1.2.2. <i>Présentation de la Société objet de l'Offre.....</i>	4
1.2.3. <i>Motifs de l'Offre – Bénéfices économiques attendus du renforcement</i>	4
1.2.4. <i>Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires</i>	4
1.3. Rappel des termes de l'Offre	5
1.3.1. <i>Offre publique d'échange simplifiée</i>	5
1.3.2. <i>Modalités de l'Offre.....</i>	5
1.3.3. <i>Traitement des rompus.....</i>	6
1.3.4. <i>Nombre, caractéristiques et origine des actions Covivio remises en échange dans le cadre de l'Offre</i>	7
1.4. Déroulement de l'Offre.....	8
1.5. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	8
1.6. Régime fiscal de l'Offre	9
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	9
2.1. Composition du Conseil de Surveillance	9
2.2. Rappel des décisions préalables du Conseil de Surveillance	9
2.3. Avis motivé du Conseil de Surveillance.....	10
3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE.....	14
4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVEMENT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	14
5. INFORMATION DES SALARIES DE LA SOCIETE.....	14
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	14
7. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	14
7.1. Structure et répartition du capital de la Société	14
7.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 223-11 du Code de commerce.....	16
7.2.1. <i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions.....</i>	16
7.2.2. <i>Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 223-11 du Code de commerce</i>	17
7.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	17
7.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	17
7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôles ne sont pas exercés par ce dernier	18

7.6.	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.....	18
7.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	18
7.7.1.	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance.....</i>	<i>18</i>
7.7.2.	<i>Règles applicables à la modification des statuts de la Société.....</i>	<i>18</i>
7.8.	Pouvoirs du Gérant, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions.....	19
7.9.	Accords conclus par la Société qui seront modifiés ou prendront fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	20
7.10.	Accords prévoyant des indemnités pour le Gérant ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	20
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	20
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS » DE LA SOCIETE.....	20
10.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	21

1. CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF, la société Covivio, société anonyme à conseil d'administration au capital de 314.473.419¹ euros, dont le siège social est situé 18, avenue François Mitterrand, 57000 Metz, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Metz sous le numéro 364 800 060, dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000064578 (« **Covivio** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Covivio Hotels, société en commandite par actions au capital de 592.565.808 euros, dont le siège social est situé 10, rue de Madrid, 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 955 515 895, dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000060303 (« **Covivio Hotels** » ou la « **Société** »), d'échanger les actions Covivio Hotels qu'ils détiennent contre des actions Covivio à émettre, selon une parité d'échange de 31 actions Covivio à émettre contre 100 actions Covivio Hotels apportées (l'« **Offre** »).

Il est précisé qu'à la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient directement ou indirectement 77.292.210 actions Covivio Hotels (dont deux actions sont détenues indirectement), représentant 52,17 % du capital existant de la Société.

En conséquence, l'Offre porte sur la totalité des actions existantes de la Société non encore détenues directement ou indirectement, à l'exception des 7.778 actions auto-détenues par la Société, compte tenu de la décision du conseil de surveillance de la Société du 13 mai 2024 de ne pas les apporter à l'Offre, soit à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 70.841.464 actions Covivio Hotels représentant autant de droits de vote, soit 47,82 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Il est précisé que les actionnaires représentés au conseil de surveillance de la Société ont indiqué ne pas souhaiter apporter leurs actions Covivio Hotels à l'Offre.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre résulte de la réalisation d'apports en nature, en date du 19 avril 2024, dans les conditions décrites à la section 1.2.4 « *Contrat d'Apport* » du Projet de Note d'Information, de 12.316.445 actions de la Société (les « **Apports en Nature** »), représentant 8,31 % du capital et des droits de vote de la Société ayant conduit l'Initiateur à réaliser un excès de vitesse d'acquisition au sens de l'article 234-5 du règlement général de l'AMF, et revêt donc un caractère obligatoire en application de l'article L. 433-3, I. du Code monétaire et financier.

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

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.9 « *Calendrier indicatif de l'Offre* » du Projet de Note d'Information.

BNP Paribas, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF le 19 avril 2024 (le « **Projet de Note d'Information** »). Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas garantit seule la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

¹ Nouveau capital social de Covivio résultant de la réalisation des Apports en Nature tels que définis à la section 1.2.4 du Projet de Note d'Information.

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

1.2. Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1. Présentation de l'Initiateur

Covivio est une société foncière ayant opté pour le régime fiscal des Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (« **SIIC** »), spécialisée à titre principal dans l'acquisition, la construction, l'exploitation et la mise en valeur par voie de location, d'immeubles, terrains et droits assimilés, la détention de participations dans des sociétés dont l'objet principal est l'exploitation d'un patrimoine immobilier locatif ainsi que l'animation, la gestion et l'assistance de telles personnes ou sociétés. Covivio est aujourd'hui le partenaire reconnu des entreprises et territoires, qu'elle accompagne dans leur stratégie immobilière avec un double objectif : valoriser le patrimoine urbain existant et concevoir l'immobilier de demain. Elle détient, au 31 décembre 2023, un patrimoine (part du groupe) d'une valeur d'expertise totale de 15,1 milliards d'euros, réparti en France et en Europe et focalisé sur le secteur des Bureaux, loués aux grandes entreprises, et sur les marchés solides et porteurs que sont le Résidentiel en Allemagne et l'Hôtellerie en Europe.

Covivio s'appuie sur une stratégie partenariale avec une base locative constituée de grandes signatures (Thales, Dassault, Systèmes, Orange, Fastweb, LVMH, AccorInvest, B&B, NH), sa politique d'investissement privilégie les partenariats avec des opérateurs leaders de leur secteur d'activité, en vue d'offrir un rendement récurrent à ses actionnaires.

1.2.2. Présentation de la Société objet de l'Offre

Covivio Hotels, filiale de Covivio, est spécialisée dans la détention d'actifs hôteliers dont elle détient les murs ou les murs et les fonds de commerces. SIIC et partenaire des opérateurs leaders de leur secteur d'activité et des acteurs les plus innovants, Covivio Hotels détient un patrimoine d'une valeur de 5,8 milliards d'euros (part du groupe).

1.2.3. Motifs de l'Offre – Bénéfices économiques attendus du renforcement

Dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur a motivé son projet d'Offre par les éléments reproduits ci-dessous :

Covivio a pour objectif de renforcer la part de l'hôtellerie dans son patrimoine global.

Dans ce contexte, le projet de renforcement de Covivio dans Covivio Hotels s'appuie sur la complémentarité des patrimoines de ces deux sociétés. Un renforcement au capital de Covivio Hotels, dont le patrimoine est composé à près de 100 % d'actifs hôteliers, permet à Covivio d'augmenter son exposition à l'hôtellerie en Europe et à des actifs de qualité.

Ce projet de renforcement s'inscrit dans la politique active de développement de Covivio qui compte s'appuyer sur les équipes expérimentées de Covivio Hotels et sur leur capacité à développer des projets créateurs de valeur pour poursuivre sa stratégie d'investissement.

La taille du nouvel ensemble permettra de consolider le statut de foncière européenne de premier rang de Covivio.

1.2.4. Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires

Dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur a motivé l'intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires par les éléments suivants :

L'Offre en titres donne aux actionnaires de Covivio Hotels la possibilité de recevoir une action avec une liquidité supérieure, tout en leur permettant de conserver une exposition significative sur la Société et de profiter des perspectives de croissance de l'Initiateur et de son statut boursier.

1.3. Rappel des termes de l'Offre

1.3.1. Offre publique d'échange simplifiée

L'Initiateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF en date du 19 avril 2024 sous la forme d'une offre publique d'échange simplifiée, portant sur l'intégralité des actions de la Société à l'exception des 7.778 actions auto-détenues par la Société.

Il est précisé que l'assemblée générale mixte des actionnaires de l'Initiateur du 17 avril 2024 dans sa 26^{ème} résolution, a décidé de déléguer sa compétence au conseil d'administration de l'Initiateur, avec faculté de subdélégation, à l'effet d'émettre des actions de l'Initiateur dans le cadre de l'offre publique d'échange initiée par l'Initiateur sur les actions de la Société.

Le conseil d'administration de l'Initiateur, dans sa réunion du 17 avril 2024, faisant usage de la délégation mentionnée ci-avant, a notamment décidé, dans sa deuxième résolution, d'approuver le projet d'Offre à l'initiative de l'Initiateur visant les actions de la Société et arrêté les termes du Projet de Note d'Information. Le conseil d'administration a en particulier :

- approuvé la parité d'échange retenue dans le cadre de l'Offre de 31 actions Covivio à émettre contre 100 actions Covivio Hotels apportées, étant précisé que cette parité est la même que celle retenue aux fins de rémunération des Apports en Nature ;
- mis en œuvre la délégation consentie par l'assemblée générale mixte du 17 avril 2024 et ainsi décidé l'émission d'un nombre maximum de 23.333.333 actions nouvelles Covivio, de 3 euros de valeur nominale chacune, en rémunération des actions Covivio Hotels apportées à l'Offre, soit une augmentation de capital de l'Initiateur d'un montant nominal maximum de 69.999.999 euros, étant rappelé que l'assemblée générale a supprimé le droit préférentiel de souscription des actionnaires aux actions nouvelles qui seront émises ;
- décidé que les actions nouvelles porteront jouissance au 1^{er} janvier 2024, étant précisé qu'elles ne donneront pas droit au dividende au titre de l'exercice 2023.

En conséquence, l'Initiateur offre de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'échanger les actions de la Société qu'ils détiennent contre des actions de l'Initiateur, selon une parité d'échange (la « **Parité d'Echange** ») de trente-et-une (31) actions nouvelles de l'Initiateur à émettre pour cent (100) actions de la Société apportées.

Il est rappelé en tant que de besoin que les actions de la Société apportées le seront « coupon détaché ».

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

1.3.2. Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'établissement présentateur de l'Offre agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 19 avril 2024. La Société a déposé le présent Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 14 mai 2024. L'AMF a publié le même jour un avis de dépôt relatif au Projet de Note en Réponse sur son site Internet (www.amf-france.org).

Le Projet de Note en Réponse tel que déposé auprès de l'AMF est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société situé 10, rue de Madrid – 75008 Paris et a par ailleurs été mis en ligne sur le site Internet de la Société (<https://www.covivio-hotels.fr/>).

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

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative au projet d'Offre après s'être assurée de la conformité dudit projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF, la déclaration de conformité emportera visa du Projet de Note d'Information (la « **Note d'Information** ») de l'Initiateur.

Le Projet de Note en Réponse, une fois visé par l'AMF, ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://www.covivio-hotels.fr/>).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par la Société sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et sera mis en ligne sur le site Internet de la Société (<https://www.covivio-hotels.fr/>).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

BNP Paribas, établissement présentateur et garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.3.3. Traitement des rompus

Aucune fraction d'action de l'Initiateur ne pourra être émise par l'Initiateur. En conséquence, l'Initiateur ne remettra pas de rompus aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs actions à l'Offre. Les actionnaires de la Société qui apporteront à l'Offre un nombre d'actions de la Société ne leur donnant pas droit à un nombre entier d'actions de l'Initiateur seront considérés comme ayant expressément accepté de participer au mécanisme de revente des actions de l'Initiateur formant rompu décrit ci-dessous au titre des rompus leur revenant.

Après la clôture de l'Offre, un intermédiaire habilité désigné par l'Initiateur, mettra en place un mécanisme de revente des actions de l'Initiateur formant rompus (arrondi à l'unité supérieure) pour le compte des actionnaires de la Société qui auront apporté à l'Offre un nombre d'actions de la Société ne leur permettant pas de recevoir un nombre entier d'actions de l'Initiateur.

L'intermédiaire habilité ainsi désigné cèdera sur le marché les actions de l'Initiateur correspondant au total des fractions d'actions de l'Initiateur formant rompus (arrondi à l'unité supérieure), pour le compte des actionnaires de la Société participant à ce mécanisme, au plus tard dix jours de négociation suivant la date de règlement-livraison de l'Offre.

En contrepartie de la fraction d'action de l'Initiateur formant rompu, chaque apporteur recevra un montant en numéraire (en euros arrondi au centime d'euro le plus proche, étant précisé que 0,5 centime d'euro sera arrondi à 1 centime d'euro) égal à cette fraction d'action de l'Initiateur multipliée par le prix moyen par action de l'Initiateur, résultant de la cession sur Euronext Paris de l'ensemble des actions de l'Initiateur formant rompu, étant précisé que l'Initiateur prendra à sa charge les commissions de courtage ainsi que les autres frais qui seront liés à la mise en place de ce mécanisme.

Le montant en numéraire sera versé aux actionnaires de la Société dans les meilleurs délais à compter de la date de cession des actions formant rompu sur le marché. Il ne sera versé aucun intérêt sur le montant en numéraire devant être reçu par les actionnaires de la Société en contrepartie d'une fraction d'action de l'Initiateur formant rompu.

Exemple illustratif

A titre d'exemple purement illustratif, dans l'hypothèse où un actionnaire de la Société apporterait 50 actions de la Société à l'Offre, il aurait droit à :

$50 \times 31 / 100$ actions de l'Initiateur

= 15,5 actions de l'Initiateur

En conséquence il recevrait :

- le nombre entier immédiatement inférieur soit 15 actions de l'Initiateur ; et
- une fraction du produit de la cession des rompus agrégés, réalisée comme indiqué ci-dessus, correspondant à 0,5 action de l'Initiateur.

1.3.4. Nombre, caractéristiques et origine des actions Covivio remises en échange dans le cadre de l'Offre

(i) Nombre d'actions Covivio à remettre dans le cadre de l'Offre

Un nombre maximum de 21.960.854 actions de l'Initiateur à émettre pourra être remis dans le cadre de l'Offre en contrepartie de l'apport des actions de la Société.

(ii) Provenance et caractéristiques des titres de l'Initiateur à remettre dans le cadre de l'Offre

Les actions de l'Initiateur à remettre en échange des actions de la Société apportées à l'Offre seront des actions nouvelles émises par décision du directeur général ou du directeur général délégué agissant sur subdélégation octroyée par le conseil d'administration du 17 avril 2024, lui-même agissant sur délégation consentie par l'assemblée générale mixte des actionnaires de l'Initiateur du 17 avril 2024 dans sa 26^{ème} résolution.

Le montant exact de l'augmentation de capital dépendra du nombre d'actions de la Société apportées à l'Offre et sera arrêté postérieurement à la publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre, étant précisé que les actions de l'Initiateur seront émises conformément au droit français.

Les actions de l'Initiateur remises en échange des actions de la Société apportées à l'Offre seront des actions ordinaires, toutes de même catégorie et donnant les mêmes droits que les actions existantes à la date du règlement-livraison de l'Offre. Il est précisé que les actions de l'Initiateur nouvellement émises dans le cadre de l'Offre ne donneront pas droit au dividende au titre de l'exercice 2023, le paiement de ce dernier devant intervenir avant le règlement-livraison de l'Offre. Les actions de l'Initiateur remises en échange des actions de la Société apportées à l'Offre seront immédiatement assimilées aux actions de l'Initiateur actuellement admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000064578. Les actions nouvelles émises par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre feront l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris précité, étant précisé que leur admission est prévue à la date du règlement-livraison de l'Offre.

Chaque action de l'Initiateur donnera droit, dans la propriété de l'actif social et dans le partage des bénéfices, à une part proportionnelle au nombre total des actions de l'Initiateur émises. Chacune donnera notamment droit au cours de la vie de la société comme en cas de liquidation, au règlement de la même somme nette pour toute répartition ou tout remboursement. En outre, elle donnera droit au vote et à la représentation dans les assemblées d'actionnaires, dans les conditions légales et statutaires.

Pour toute information complémentaire concernant les droits attachés aux actions de l'Initiateur, il convient de se référer à la section 6.2 « Renseignements de caractère général concernant l'émetteur et son capital » du document d'enregistrement universel de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF en date du 19 mars 2024, sous le numéro D.24-0137.

Les actions de l'Initiateur pourront revêtir la forme nominative ou au porteur, au choix de l'actionnaire.

En application des dispositions de l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier, les actions de l'Initiateur seront obligatoirement inscrites en compte-titres tenu, selon le cas, par l'Initiateur ou un intermédiaire habilité. En conséquence, les droits des porteurs d'actions seront représentés par une inscription en compte à leur nom dans les livres :

- de Société Générale Securities Services, mandaté par l'Initiateur pour les actions de l'Initiateur conservées sous la forme nominative pure ;
- d'un intermédiaire financier habilité de leur choix et Société Générale Securities Services mandaté par l'Initiateur, pour les actions de l'Initiateur conservées sous la forme nominative administrée ;
- d'un intermédiaire financier habilité de leur choix pour les actions de l'Initiateur conservées sous la forme au porteur.

1.4. Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture préalablement à l'ouverture de l'Offre annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. L'AMF pourra, après avoir fixé la date de clôture de l'Offre, la reporter conformément à l'article 231-34 de son règlement général. L'Offre sera centralisée par Euronext Paris.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas ré-ouverte après la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

L'AMF fera connaître les résultats de l'Offre par un avis qui sera publié au plus tard neuf (9) jours de négociation après la clôture de l'Offre. Euronext Paris indiquera dans un avis les modalités de règlement-livraison de l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.9 « *Calendrier indicatif de l'Offre* » du Projet de Note d'Information.

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.6 « *Procédure d'apport à l'Offre* » du Projet de Note d'Information.

1.5. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

La section 2.13 « *Restrictions concernant l'Offre à l'étranger* » du Projet de Note d'Information indique que :

L'Offre est faite exclusivement en France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité et d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France et n'est pas destinée à être distribuée dans des pays autres que la France.

Les titulaires d'actions de la Société situés en dehors de la France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si la réglementation qui leur est applicable le leur permet sans qu'aucune autre formalité ou publicité ne soit requise de la part de la Société. En effet, la diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des actions de l'Initiateur peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes disposant du présent document doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays.

Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger décrites à la section 2.13 « Restrictions concernant l'Offre à l'étranger » du Projet de Note d'Information s'appliquent au présent Projet de Note en Réponse.

En conséquence, les personnes en possession du Projet de Note d'Information et/ou du Projet de Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions qui leur sont éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière et/ou de valeurs mobilières dans l'une de ces juridictions.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personnes des restrictions légales ou réglementaires applicables.

1.6. Régime fiscal de l'Offre

Le régime fiscal de l'Offre est décrit à la section 2.14 « Régime fiscal de l'Offre et des actions Covivio reçues en échange dans le cadre de l'Offre » du Projet de Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

2.1. Composition du Conseil de Surveillance

A la date du Projet de Note en Réponse, le conseil de surveillance de la Société (le « **Conseil de Surveillance** ») est composé comme suit :

- M. Christophe Kullmann,
- M. Olivier Estève,
- Mme Najat Aasqui,
- Covivio Participations représentée par Mme Joséphine Lelong-Chaussier,
- Covivio représentée par Mme Céline Leonardi,
- Foncière Margaux représentée par Mme Marielle Seegmuller,
- Technical SAS représentée par M. Yves Marque,
- Predica SA – Prévoyance dialogue du Crédit Agricole représentée par M. Emmanuel Chabas,
- ACM Vie SA représentée par M. François Morrisson,
- Cardif Assurance Vie représentée par Mme Nathalie Robin,
- SOGECAP représentée par M. Yann Briand,
- Caisse des dépôts et consignations représentée par M. Arnaud Taverne, et
- Mme Adriana Saitta.

2.2. Rappel des décisions préalables du Conseil de Surveillance

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance a mis en place lors de sa réunion du 22 février 2024 un comité *ad hoc* afin de (i) mener un processus de sélection de l'Expert Indépendant, (ii) assurer la supervision des travaux de ce dernier dans le cadre de l'Offre et (iii) préparer un projet d'avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le comité *ad hoc* ainsi constitué était composé des trois membres indépendants du Conseil de Surveillance suivants :

- Mme Adriana Saitta ;
- Caisse des Dépôts et Consignations, représentée par M. Arnaud Taverne ; et
- SOGECAP, représentée par M. Yann Briand.

Le 5 mars 2024, sur proposition du comité *ad hoc*, le Conseil de Surveillance a désigné, sur le fondement des dispositions de l'article 261-1, I, 1° et également 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le cabinet Abergel représenté par M. Jean-Noël Munoz qui, au regard de son expérience sur des opérations similaires à l'Offre présente toutes les qualités requises pour mener à bien et dans les délais prévus la mission incombant à l'Expert Indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Les membres du comité *ad hoc* ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant, en particulier lors des réunions du 29 février 2024, du 3 mai 2024 et d'échanges intervenus le 7 mai 2024, et suivre la réalisation de ses travaux.

2.3. Avis motivé du Conseil de Surveillance

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de Surveillance se sont réunis le 13 mai 2024 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant et du comité *ad hoc*.

Préalablement à leur réunion, les membres du Conseil de Surveillance ont reçu les documents suivants :

- la lettre de mission du cabinet Abergel, représenté par M. Jean-Noël Munoz, en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF ;
- le rapport d'expertise de l'Expert Indépendant en date du 13 mai 2024, tel que reproduit à l'**Annexe 1** du présent Projet de Note en Réponse ;
- le Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur, contenant notamment les motifs, termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif à la section 2.9 « *Calendrier indicatif de l'Offre* »), les intentions de l'Initiateur, ainsi que les éléments d'appréciation de la parité de l'Offre ;
- le projet d'avis motivé préparé par le comité *ad hoc* conformément à l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF ;
- le Projet de Note en Réponse établi par la Société ; et
- le projet de communiqué de presse normé relatif au dépôt du Projet de Note en Réponse de la Société.

Les membres du Conseil de Surveillance présents ou représentés étaient les suivants :

- M. Christophe Kullmann,
- M. Olivier Estève,
- Mme Najat Aasqui (représentée par M. Emmanuel Chabas),
- Covivio Participations représentée par Mme Joséphine Lelong-Chaussier,
- Covivio représentée par Mme Céline Leonardi (représentée par M. Olivier Estève),
- Foncière Margaux représentée par Mme Marielle Seegmuller,
- Predica SA – Prévoyance dialogue du Crédit Agricole représentée par M. Emmanuel Chabas,

- ACM Vie SA représentée par M. François Morrisson,
- Cardif Assurance Vie représentée par Mme Nathalie Robin,
- SOGECAP représentée par M. Yann Briand,
- Caisse des dépôts et consignations représentée par M. Arnaud Taverne, et
- Mme Adriana Saitta.

La séance était présidée par M. Christophe Kullmann, en sa qualité de président du Conseil de Surveillance. Les membres du Conseil de Surveillance présents ou représentés représentant au moins la moitié des membres en fonction, le Conseil de Surveillance a pu valablement délibérer conformément à l'article 13 des statuts de la Société. L'avis motivé reproduit ci-après a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil de Surveillance présents ou représentés, sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée.

La délibération du Conseil de Surveillance contenant l'avis motivé tel que préparé par le comité *ad hoc* et adoptée par les membres présents ou représentés est reproduite ci-dessous :

*« M. Kullmann rappelle que, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance doit rendre un avis motivé sur l'intérêt du projet d'offre publique d'échange simplifiée obligatoire déposé par la société Covivio (« **Covivio** » ou l'« **Initiateur** ») sur le solde du capital de la Société selon une parité d'échange de 31 actions Covivio à émettre contre 100 actions Covivio Hotels apportées (l'« **Offre** »), et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment des conclusions du rapport du cabinet Abergel, représenté par M. Jean-Noël Munoz, nommé en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 1° du règlement général de l'AMF et intervenant également en application des paragraphes 2° et 4° dudit article, ce que le Conseil de Surveillance confirme expressément.*

M. Kullmann rappelle également que :

- *l'Initiateur a conclu le 21 février 2024 un contrat d'apports en nature avec Generali Vie, Generali LARD, L'Equité SA et Generali Retraite portant sur l'apport d'un nombre total de 12.316.445 actions de la Société, représentant 8,31% du capital et des droits de vote de la Société rémunérées par l'attribution d'actions Covivio nouvelles, selon la parité d'échange de 31 actions Covivio pour 100 actions de la Société (les « **Apports en Nature** ») ;*
- *l'Initiateur, qui a ainsi vu sa participation au capital de la Société augmenter de 8,31%, passant de 43,86% à 52,17% a, en conséquence, (i) réalisé un « excès de vitesse d'acquisition » au sens de l'article 234-5 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») et (ii) était tenu de déposer un projet d'offre publique auprès de l'AMF sur la totalité du capital de la Société non détenu par l'Initiateur, en application de l'article L. 433-3 II du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF et qui a pris la forme d'une offre publique d'échange simplifiée dont les termes et conditions ont été précisés dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF en date du 19 avril 2024 (le « **Projet de Note d'Information** ») ;*
- *conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, la Société en tant que société visée par l'Offre, est tenue d'établir un projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** »), mentionnant notamment l'avis motivé, en l'espèce, du conseil de surveillance de la Société relativement au projet d'Offre ;*
- *en outre, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° à la suite des Apports en Nature, la Société étant contrôlée par Covivio (« **Covivio** » ou l'« **Initiateur** »), Initiateur de l'Offre préalablement au lancement de ladite Offre, a dû désigner un expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre ;*
- *lors de sa réunion en date du 22 février 2024, conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance a décidé de procéder à la constitution d'un comité *ad hoc*, composé d'au minima trois membres dont une majorité de membres indépendants, aux fins de proposer au Conseil de Surveillance la désignation d'un expert indépendant, mais également d'assurer le suivi des travaux dudit expert et de préparer le projet d'avis motivé que le présent Conseil de Surveillance s'est chargé de rendre ;*

- lors de sa réunion du 5 mars 2024, le Conseil de Surveillance, sur proposition du comité ad hoc mentionné ci-avant composé de Mme Adriana Saitta, Caisse des Dépôts et Consignations et SOGECAP, a désigné le cabinet Abergel représenté par M. Jean-Noël Munoz en qualité d'Expert Indépendant.
- le choix de l'Expert Indépendant résulte d'un processus de sélection prenant en compte (i) la notoriété de l'Expert Indépendant, (ii) ses compétences, (iii) ses implications dans des opérations récentes, (iv) l'absence de conflit d'intérêts, (v) l'assurance que l'Expert Indépendant disposait des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire aux fins d'assurer sa mission ;
- les membres du comité ad hoc ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant et ont assuré le suivi de ses travaux, étant précisé que des réunions se sont notamment tenues à cet effet les 29 février 2024 et 3 mai 2024 et que des échanges sont également intervenus le 7 mai 2024.

M. Kullmann rappelle ensuite concernant l'Offre :

- qu'à la date du Projet de Note en Réponse de la Société, l'Initiateur détient directement et indirectement 77.292.210 actions de la Société (dont deux actions sont détenues indirectement) représentant 52,17% du capital de la Société ;
- l'Offre porte sur la totalité des actions existantes de la Société non-détenues par l'Initiateur, à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société ;
- l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

M. Kullmann présente ensuite au Conseil de Surveillance les différents documents remis à chacun de ses membres préalablement à cette réunion, à savoir :

- la lettre de mission de l'Expert Indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 ;
- le rapport d'expertise de l'Expert Indépendant ;
- le projet d'avis motivé préparé par les membres du comité ad hoc ;
- le Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur, contenant notamment les motifs, termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), les intentions de l'Initiateur, ainsi que les éléments d'appréciation de la parité de l'Offre ;
- le Projet de Note en Réponse ; et
- le projet de communiqué de presse normé relatif au dépôt du Projet de Note en Réponse.

M. Munoz donne lecture au Conseil de Surveillance des conclusions de son rapport :

- « Le tableau ci-après récapitule les parités d'échange auxquelles nous parvenons, ainsi que les primes et décotes extériorisées par une parité d'échange de 31 actions Covivio pour 100 actions Covivio Hotels proposée dans le cadre de l'Offre :

Méthodes de référence	Parité induite	Prime (+) / Décote (-) induite par le rapport d'échange de 31%	Niveau de pondération des approches considérées
Apport titres Cov Hôtels par Generali	31%	0%	A titre principal
EPRA NTA au 31/12/2023	29% / 29%	7,0% - 8,1%	A titre principal
EPRA NDV au 31/12/2023	29% / 29%	7,4% - 8,5%	A titre principal
EPRA NRV au 31/12/2023	29% / 29%	6,5% - 7,6%	A titre principal
CMFV 20 jours	38%	-18,2%	A titre secondaire
CMFV 3 mois	36%	-13,3%	A titre secondaire
CMFV 6 mois	38%	-18,7%	A titre secondaire

- Afin d'apprécier la parité d'échange proposée par l'Offre, nous avons mis en œuvre une approche multicritères qui a reposé principalement sur la parité d'échange entre les deux sociétés parties à l'opération, extériorisée par les ANR

EPRAs, ainsi que sur l'analyse de la parité d'échange retenue à l'occasion de l'apport effectué par Generali et des cours de bourse.

- Ces critères et méthodes d'évaluation font ressortir des parités d'échange comprises entre 29% et 38%, soit respectivement une prime maximum de 8,5 % et une décote maximum de 18,7 %.
- Les résultats des différentes méthodes d'évaluation retenues, soit à titre principal, soit à titre secondaire, encadrent la parité proposée. Ils extériorisent des primes sur l'approche patrimoniale (ANR EPRA) et des décotes sur les parités issues des cours de bourse.
- Covivio n'envisageant ni fusion ni retrait obligatoire, cette Offre nous paraît fournir aux actionnaires désireux de modifier l'allocation de leurs actifs une possibilité de se positionner sur un titre plus liquide, dans des conditions financières identiques à celles dont ont bénéficié les entités ayant participé à l'opération d'apport.
- Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que les termes de l'offre publique d'échange, proposant une parité d'échange de 31 actions Covivio pour 100 actions Covivio Hotels, sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de Covivio Hotels. ».

Sur la base de ces informations et conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, il est demandé au Conseil de Surveillance d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour les salariés, la Société et ses actionnaires.

Après en avoir délibéré, le Conseil de Surveillance, connaissance prise des documents relatifs à l'Offre mentionnés ci-avant et à l'unanimité de ses membres présents ou représentés :

- prend acte que la présente Offre s'inscrit dans le cadre d'une démarche obligatoire et vise un renforcement capitalistique et opérationnel entre l'Initiateur et la Société, notamment du fait de la complémentarité des patrimoines de ces deux sociétés ;
- prend acte que le rapport d'échange de 31 actions Covivio pour 100 actions Covivio Hotels a fait l'objet d'une évaluation non seulement par l'Expert Indépendant, mais aussi par le commissaire aux apports, M. Didier Kling, désigné par ordonnance de la Présidente de la Chambre Commerciale du Tribunal judiciaire de Metz en date du 1^{er} mars 2024 intervenu dans le cadre de la réalisation des Apports en Nature ;
- prend acte que l'Initiateur n'entend pas modifier la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des douze prochains mois, ni l'objet social de la Société et entend poursuivre la stratégie de développement et de rotation dynamique du patrimoine, avec un niveau d'endettement modéré ;
- prendre acte que l'Offre s'inscrit dans une stratégie de poursuite et de développement de l'activité de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur les effectifs, la politique salariale et la gestion des ressources humaines de la Société et que l'Initiateur entend conserver le savoir-faire des équipes et du management, et entend notamment maintenir les emplois du personnel et des dirigeants ;
- prend acte que le comité social et économique de la Société a rendu lors de sa réunion du 25 avril 2024 un avis favorable relativement à l'Offre ;
- prend acte que l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société ;
- prend acte que l'Initiateur n'envisage pas de réaliser une fusion avec la Société ;
- prend acte que l'Initiateur a l'intention de maintenir la cotation des actions de la Société sur Euronext Paris ;
- prend acte que l'Initiateur n'entend pas proposer de modification de la politique de distribution de dividendes de la Société.

En conséquence, le Conseil de Surveillance constate que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et décide à l'unanimité des membres présents ou représentés, d'émettre un avis favorable sur l'Offre.

En outre, le Conseil de Surveillance recommande, à l'unanimité des membres présents ou représentés, aux actionnaires de la Société désireux de modifier l'allocation de leurs actifs, d'apporter leurs actions à l'Offre afin de se positionner sur un titre plus liquide dans des conditions financières identiques à celles dont ont bénéficié les entités ayant participé aux opérations d'apport, étant précisé que s'agissant d'une offre d'échange chacun des actionnaires est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre.

Par ailleurs, le Conseil de Surveillance :

- *décide, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, de ne pas apporter à l'Offre les 7.778 actions auto-détenues ;*
- *approuve le Projet de Note en Réponse de la Société et le projet de communiqué de presse normé relatif au dépôt du Projet de Note en Réponse. »*

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Les actionnaires représentés au Conseil de Surveillance ont indiqué ne pas souhaiter apporter leurs actions Covivio Hotels à l'Offre.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVEMENT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Les 7.778 actions auto-détenues par la Société au titre d'un contrat de liquidité, à la date du Projet de Note en Réponse, ne sont pas visées par l'Offre et ne seront ainsi pas apportées à ladite Offre, conformément à la décision du Conseil de Surveillance du 13 mai 2024 de ne pas les apporter à l'Offre.

5. INFORMATION DES SALARIES DE LA SOCIETE

Le comité social et économique (le « **CSE** ») de l'unité économique et sociale du Groupe Covivio, dont relève Covivio et Covivio Hotels a été informé de l'Offre lors de la réunion du 11 avril 2024.

Le CSE s'est réuni pour prendre connaissance des termes de l'Offre et du Projet de Note d'Information préalablement à l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions législatives applicables et a rendu un avis favorable le 25 avril 2024 qui figure en **Annexe 2**.

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

A l'exception du Contrat d'Apport tel que décrit à la section 1.2.4 « *Contrat d'Apport* » du Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue et n'a pas connaissance de l'existence de tels accords.

A l'exception des dispositions du Contrat d'Apport décrites à la section 1.2.4 « *Contrat d'Apport* » du Projet de Note d'Information, il n'existe aucune clause de complément de prix ou d'ajustement du prix dans le cadre des différents accords conclus.

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

7.1. Structure et répartition du capital de la Société

A la connaissance de la Société, préalablement à la réalisation des Apports en Nature en date du 19 avril 2024 (tel que ce terme est défini ci-après), la répartition du capital et des droits de vote de la Société était la suivante (sur la base d'un nombre total de 148.141.452 actions de la Société au 19 avril 2024 avant réalisation des Apports en Nature, représentant autant de droits de vote au sens de l'article 233-11, I, alinéa 2 du règlement général de l'AMF) :

Actionnaires	Nombre de titres	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% droit de vote
Groupe Covivio	64.975.765	43,86%	64.975.765	43,86%
Groupe Crédit Agricole Assurance	24.149.055	16,30%	24.149.055	16,30%

Groupe BNP Paribas Cardif	15.701.102	10,59%	15.701.102	10,59%
Groupe Generali	12.316.445	8,31%	12.316.445	8,31%
ACM Vie	11.473.544	7,74%	11.473.544	7,74%
Sogecap	7.639.782	5,16%	7.639.782	5,16%
Caisse des dépôts et consignations	7.985.188	5,39%	7.985.188	5,39%
Auto-contrôle (contrat de liquidité)(*)	7.778	0,01%	7.778(**)	0,01%
Flottant(*)	3.892.793	2,63%	3.892.793	2,63%
Total	148.141.452	100 %	148.141.452	100 %

(*) Situation du flottant et de l'auto-contrôle au 22 février 2024 avant bourse, date de suspension du contrat de liquidité de la Société.

(**) Nombre total de droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 I, alinéa 2 du règlement général de l'AMF, attachés aux actions composant le capital social de la Société

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 592.565.808 euros, divisé en 148.141.452 actions de quatre (4) euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date du présent Projet de Note en Réponse et sur la base des informations connues de la Société, postérieurement aux Apports en Nature, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis de la façon suivante (sur la base d'un nombre total de 148.141.452 actions de la Société au 13 mai 2024, représentant autant de droits de vote au sens de l'article 223-11, I alinéa 2 du règlement général de l'AMF) :

Actionnaires	Nombre de titres	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% droit de vote
Groupe Covivio	77.292.210	52,17%	77.292.210	52,17%
Groupe Crédit Agricole Assurance	24.149.055	16,30%	24.149.055	16,30%
Groupe BNP Paribas Cardif	15.701.102	10,60%	15.701.102	10,60%
ACM Vie	11.473.544	7,74%	11.473.544	7,74%
Sogecap	7.639.782	5,16%	7.639.782	5,16%
Caisse des dépôts et consignations	7.985.188	5,39%	7.985.188	5,39%
Auto-contrôle (contrat de liquidité)(*)	7.778	0,01%	7.778 (**)	0,01%
Flottant(*)	3.892.793	2,63%	3.892.793	2,63%
Total	148.141.452	100 %	148.141.452	100 %

(*) Situation du flottant et de l'auto-contrôle au 22 février 2024 avant bourse, date de suspension du contrat de liquidité de la Société.

(**) Nombre total de droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 I, alinéa 2 du règlement général de l'AMF, attachés aux actions composant le capital social de la Société.

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

7.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

a) Obligation de mise au nominatif

L'article 8 des statuts de la Société prévoit notamment que :

Les actions sont nominatives ou au porteur au choix de l'actionnaire. Toutefois :

- (i) tout actionnaire autre qu'une personne physique venant à détenir, directement ou par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, un pourcentage des droits à dividendes de la Société au moins égal à celui visé à l'article 208 C II ter du Code général des impôts ; et*
- (ii) tout actionnaire qui détient indirectement, par l'intermédiaire de la Société, un pourcentage du capital social ou des droits à dividendes de sociétés anonymes cotées d'investissement immobilier en Espagne (les « SOCIMI ») au moins égal à celui visé à l'article 9.3 de la Loi du Royaume d'Espagne 11 / 2009, du 26 octobre 2009 (la « Loi 11 / 2009 »).*

*(ensemble un « **Actionnaire Concerné** »)*

devra impérativement inscrire l'intégralité des actions de la Société dont il est lui-même propriétaire au nominatif et faire en sorte que les entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce inscrivent l'intégralité des actions de la Société dont elles sont propriétaires au nominatif.

Tout Actionnaire Concerné qui ne se conformerait pas à cette obligation, au plus tard le deuxième jour ouvré précédant la date de toute Assemblée Générale, verrait les droits de vote qu'il détient, directement et par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, plafonnés, lors de l'Assemblée Générale concernée, au nombre d'actions inscrites sous la forme nominative à cette date.

L'Actionnaire Concerné susvisé retrouvera l'intégralité des droits de vote attachés aux actions de la Société qu'il détient, directement et par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, lors de la plus prochaine Assemblée Générale, sous réserve de la régularisation de sa situation par inscription de l'intégralité des actions qu'il détient, directement ou par l'intermédiaire d'entités qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, sous la forme nominative, au plus tard le deuxième jour ouvré précédant cette Assemblée Générale.

b) Obligation de déclaration de franchissement de seuils

L'article 9 bis des statuts de la Société prévoit une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils selon laquelle :

Outre l'obligation légale d'informer la Société de la détention de certaines fractions du capital et d'effectuer toute déclaration d'intention en conséquence, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, venant à détenir ou cessant de détenir, directement ou indirectement, au moins un pour cent (1 %) du capital ou des droits de vote de la Société, ou tout multiple de ce pourcentage, doit en informer la Société, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social dans le délai prévu à l'article R. 233-1 du Code de commerce, en indiquant également le nombre de titres donnant accès à terme au capital social qu'elle détient, le nombre de droits de vote qui y sont attachés ainsi que l'ensemble des informations mentionnées à l'article L. 233-7 I du Code de commerce.

Les sociétés de gestion de fonds communs de placement sont tenues de procéder à cette information pour l'ensemble des actions de la Société détenues par les fonds qu'elles gèrent.

Cette obligation d'information s'applique dans tous les cas de franchissement de seuils stipulés ci-dessus, y compris au-delà des seuils prévus par la loi et les règlements. A défaut d'avoir été régulièrement déclarées dans les conditions ci-dessus exposées, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote pour toute Assemblée Générale qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux (2) ans suivant la date de régularisation de la déclaration, à la demande consignée dans le procès-verbal de l'Assemblée Générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble au moins 5 % du capital social. Dans les mêmes conditions, les droits de vote attachés à ces actions et qui n'auraient pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés ou délégués par l'actionnaire défaillant.

Pour la détermination des seuils en capital et en droits de vote dont le franchissement est à déclarer au titre du présent article 9 bis, il est fait application des cas d'assimilation et modalités de calcul prévus aux articles L. 233-7 et L. 233-9 du Code de commerce et des dispositions des articles 223-11 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

7.2.2. Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Les sociétés Covivio, ACM Vie SA – Assurances du Crédit Mutuel Vie, Prévoyance Dialogue du Crédit Agricole – Predica, Pacifica, Spirica, Cardif Assurance Vie, Sogecap et Caisse des Dépôts et Consignations ont conclu le 21 novembre 2019 un pacte d'actionnaires (le « **Pacte** ») pour une durée de 5 ans, renouvelable tacitement pour des périodes de même durée.

Le Pacte prévoit notamment un droit de première offre dans le cas où une partie souhaiterait transférer à tout tiers des titres représentant plus de 1,5% du capital de la Société sur une période de 12 mois glissants. Dans cette hypothèse, les autres investisseurs pourront, seul ou conjointement avec d'autres bénéficiaires, adresser à la partie cédante une offre inconditionnelle d'acquérir le bloc d'actions à un prix déterminé.

A l'exception des dispositions du Pacte visées ci-avant, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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

A la date du présent projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société est réparti tel qu'il est indiqué à la section 7.1 ci-avant.

La Société a été avisée des franchissements de seuils légaux et statutaires suivants :

- L'Initiateur a déclaré à la Société et à l'AMF, à la suite des Apports en Nature dont la réalisation est intervenue le 19 avril 2024, avoir franchi à la hausse le seuil légal de 50% du capital et des droits de vote de la Société, ainsi que par tranches successives de 1%, les seuils statutaires suivants : 44% à 52% du capital social et des droits de vote de la Société, par courriers en date du 19 avril 2024 ;
- Generali Vie a déclaré à la Société, à la suite des Apports en Nature dont la réalisation est intervenue le 19 avril 2024, avoir franchi à la baisse le seuil statutaire de 6% du capital et des droits de vote de la Société par courrier en date du 24 avril 2024, et ne plus détenir d'action de la Société ; et
- Generali Retraite a déclaré à la Société, à la suite des Apports en Nature dont la réalisation est intervenue le 19 avril 2024, avoir franchi à la baisse le seuil statutaire de 1% du capital et des droits de vote de la Société par courrier en date du 24 avril 2024.

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

Néant.

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

Néant.

7.6. 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

Le Pacte visé à la section 7.2.2 du présent Projet de Note en Réponse prévoit notamment un droit de première offre dans le cas où une partie souhaiterait transférer à tout tiers des titres représentant plus de 1,5% du capital de la Société sur une période de 12 mois glissants. Dans cette hypothèse, les autres investisseurs pourront, seul ou conjointement avec d'autres bénéficiaires, adresser à la partie cédante une offre inconditionnelle d'acquérir le bloc d'actions à un prix déterminé.

Le Pacte prévoit également que dans l'hypothèse où une partie au Pacte souhaite céder sur le marché tout ou partie de ses titres représentant moins de 1,5% du capital de la Société sur une période de 12 mois glissants et n'entrant donc pas dans le champ d'application du droit de première offre, elle devra en informer préalablement les autres parties et éviter toutes démarches de nature à perturber le bon fonctionnement du marché. Ces stipulations ne s'appliquent pas aux opérations réalisées de gré à gré hors marché.

7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil de Surveillance résultent des dispositions légales applicables aux sociétés en commandite par actions ainsi que de l'article 12 des statuts de la Société.

Le Conseil de Surveillance est composé de trois membres au moins. Chaque membre du Conseil de Surveillance doit être propriétaire d'au moins une action pendant toute la durée de son mandat.

Conformément aux stipulations de l'article 12, 3° des statuts de la Société, le nombre des membres du Conseil de Surveillance ayant dépassé l'âge de 75 ans ne peut être supérieur au tiers (1/3) des membres du Conseil de Surveillance en fonction. Lorsque cette limite d'âge est atteinte en cours de fonctions, le membre le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

Les membres du Conseil de Surveillance sont nommés et révoqués par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires, les actionnaires ayant la qualité de commandités ne pouvant participer au vote des résolutions correspondantes. La durée des fonctions d'un administrateur est de trois (3) ans ; elles prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat.

Les membres du Conseil de Surveillance sont toujours rééligibles, sous réserve des dispositions légales alors applicables ou celles des statuts de la Société, relatives notamment à leur âge.

En cas de vacance par décès, par démission ou toute autre cause, d'un ou plusieurs sièges de membres du Conseil de Surveillance, le Conseil de Surveillance peut avec l'accord préalable de la gérance, coopter à titre provisoire un ou plusieurs membres en remplacement ; il est tenu de le faire dans les quinze (15) jours qui suivent la vacance si le nombre de ses membres tombe en dessous de trois ; ces nominations sont ratifiées par la plus prochaine assemblée générale des actionnaires.

A défaut de ratification, les délibérations prises par le Conseil de Surveillance n'en demeurent pas moins valables.

7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts de la Société

La modification des statuts obéit aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

7.8. Pouvoirs du Gérant, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions

Délégation accordée par l'Assemblée générale mixte du 15 avril 2024	Validité de la délégation	Utilisation de la délégation
Autorisation à donner au Gérant en vue de l'achat par la Société de ses propres actions (18 ^e résolution)	18 mois soit jusqu'au 14 octobre 2025	Néant
Autorisation donnée au Gérant pour décider l'augmentation du capital social de la société par incorporation de réserves, bénéfices ou primes pour un montant nominal maximal de 59 000 000 €. (19 ^e résolution)	26 mois soit jusqu'au 14 juin 2026	Néant
Autorisation donnée au Gérant à l'effet d'émettre des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la société, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires pour un montant nominal maximal de 296 000 000 €. Plafond nominal d'émission des valeurs mobilières représentatives de créances fixé à 1 000 000 000 € (correspondant au plafond global de l'ensemble des titres de créances susceptibles d'être émis en vertu de ladite délégation et de celles conférées au titre des 22 ^e à 25 ^e résolution). (21 ^e résolution)	26 mois soit jusqu'au 14 juin 2026	Néant
Autorisation donnée au Gérant à l'effet d'émettre, par voie d'offre au public, des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la société avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et, pour les émissions d'actions, un délai de priorité obligatoire, pour un montant nominal maximal de 59 000 000 €. Plafond nominal d'émission des titres de créances fixé à 1 000 000 000 € (s'impute sur le plafond global de l'ensemble des titres de créances fixé à la 21 ^e résolution). (22 ^e résolution)	26 mois soit jusqu'au 14 juin 2026	Néant
Autorisation donnée au Gérant à l'effet de procéder à l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société, dans la limite de 10 % du capital social, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires. Plafond nominal d'émission des titres de créances fixé à 1 000 000 000 € (s'impute sur le plafond global de l'ensemble des titres de créances fixé à la 21 ^e résolution). (24 ^e résolution)	26 mois soit jusqu'au 14 juin 2026	Néant
Autorisation donnée au Gérant à l'effet d'émettre des actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la société, en cas d'offre publique d'échange initiée par la société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires pour un montant nominal maximal de 59 000 000 €. Plafond nominal d'émission des titres de créances fixé à 1 000 000 000 € (s'impute sur le plafond global de l'ensemble des titres de créances fixé à la 21 ^e résolution). (25 ^e résolution)	26 mois soit jusqu'au 14 juin 2026	Néant

Autorisation donnée au Gérant à l'effet de procéder à des augmentations de capital réservées aux salariés de la société adhérant à un plan d'épargne avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires pour un montant nominal maximal de 500 000 €. (26 ^e résolution)	26 mois soit jusqu'au 14 juin 2026	Néant
---	------------------------------------	-------

7.9. Accords conclus par la Société qui seront modifiés ou prendront fin en cas de changement de contrôle de la Société

A la connaissance de la Société, aucune convention ou contrat significatif conclu par la Société ne sera résilié du fait de la réalisation de l'Offre, qui n'aura pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où cette dernière était déjà contrôlée par l'Initiateur, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, à la date de dépôt du Projet de Note en Réponse.

7.10. Accords prévoyant des indemnités pour le Gérant ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société et à la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun accord concernant une éventuelle indemnité due au Gérant ou aux salariés dans le cas où ils démissionneraient ou seraient licenciés sans raisons substantielles ou si, dans le contexte de l'Offre, leur emploi prendrait fin.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance a désigné le 5 mars 2024, sur proposition du comité *ad hoc*, le cabinet Abergel en qualité d'Expert Indépendant avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 13 mai 2024, est reproduit *in extenso* dans l'**Annexe 1** du présent Projet de Note en Réponse.

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS » DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document « *Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables* » de la Société sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Il sera disponible sur le site Internet de la Société (<https://www.covivio-hotels.fr/>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et sera également tenu à la disposition du public sans frais au siège social de la Société sis au 10, rue de Madrid – 75008 Paris. Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

10. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

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

Covivio Hotels,

Représentée par Covivio Hotels Gestion, en sa qualité d'associé commandité gérant, elle-même représentée par M. Tugdual Millet, en sa qualité de président

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant

COVIVIO HOTELS

10, rue de Madrid
75008 Paris

-o-o-o-

OFFRE PUBLIQUE D'ÉCHANGE OBLIGATOIRE

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

-o-o-o-

13 mai 2024

SOMMAIRE

1.	CONTEXTE DE L'OPERATION.....	4
2.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	5
2.1	MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE REALISEES AU COURS DES 24 DERNIERS MOIS.....	5
2.2	DECLARATION D'INDEPENDANCE.....	5
2.3	REMUNERATION DE L'EXPERT.....	6
2.4	MOYENS MIS EN ŒUVRE DANS LE CADRE DE L'EXPERTISE.....	6
2.4.1	PROGRAMME DE TRAVAIL DETAILLE.....	6
2.4.2	CALENDRIER DE L'ETUDE	6
2.4.3	LISTE DES PERSONNES RENCONTREES	7
2.4.4	INFORMATIONS UTILISEES.....	7
3.	PRESENTATION DU SECTEUR ET DES SOCIETES PARTIES A L'OPERATION	9
3.1	PRESENTATION DES SECTEURS D'ACTIVITE.....	9
3.1.1	BUREAUX.....	9
3.1.2	HOTELS.....	10
3.1.3	RESIDENTIEL ALLEMAND.....	12
3.2	PRESENTATION DES PERFORMANCES DES PRINCIPALES FONCIERES COTEES.....	12
3.2.1	LES PRINCIPAUX INDICATEURS DU SECTEUR IMMOBILIER DEFINIS PAR L'EPRA.	14
3.3	PRESENTATION DE COVIVIO	15
3.3.1	PRESENTATION DE LA FONCIERE ET DE SON PATRIMOINE	15
3.3.1.1	SYNTHESE PATRIMOINE ET TABLEAU DE PASSAGE COMPTES CONSOLIDES	17
3.3.1.2	BILAN CONSOLIDE	17
3.3.2	ANR EPRA DE COVIVIO.....	19
3.3.3	PERFORMANCE HISTORIQUES DE LA SOCIETE.....	20

3.4	PRESENTATION DE COVIVIO HOTELS.....	22
3.4.1	PRESENTATION DE LA FONCIERE ET DE SON PATRIMOINE.....	22
3.4.2	BILAN CONSOLIDE.....	23
3.4.3	ANR EPRA DE COVIVIO HOTELS.....	25
3.4.4	PERFORMANCES HISTORIQUES DE LA SOCIETE.....	26
4.	EVALUATION	29
4.1	METHODES D’EVALUATION ECARTEES	29
4.1.1	METHODE DE L’ACTIF NET COMPTABLE (ANC).....	29
4.1.2	METHODE DE L’ACTUALISATION DES FLUX FUTURS DE TRESORERIE (OU DISCOUNTED CASH FLOW)	29
4.1.3	METHODE D’ACTUALISATION DES DIVIDENDES FUTURS.....	30
4.1.4	COURS CIBLE DES ANALYSTES.....	30
4.1.5	MULTIPLES BOURSIERS.....	30
4.1.6	REFERENCE AU RESULTAT NET RECURRENT EPRA.....	31
4.1.7	TRANSACTIONS COMPARABLES.....	31
4.2	METHODES D’EVALUATION RETENUES.....	31
4.2.1	METHODES RETENUES A TITRE PRINCIPAL.....	31
4.2.1.1	TRANSACTION RECENTE SUR LE CAPITAL.....	31
4.2.1.2	ACTIF NET REEVALUE EPRA	32
4.2.1.2.1	EXPERTISES IMMOBILIERES	32
4.2.1.2.2	ANR EPRA	33
4.2.2	COURS DE BOURSE (APPROCHE SECONDAIRE).....	37
4.2.2.1	ANALYSE DE LA LIQUIDITE	37
4.2.2.1.1	COVIVIO.....	37
4.2.2.1.2	COVIVIO HOTELS.....	38
4.2.2.2	ANALYSE HISTORIQUE DU COURS DE BOURSE	39

4.2.2.3	ANALYSE DE LA PARITE DE COURS DE BOURSE.....	40
4.2.3	SYNTHESE DES PRIMES ET DECOTES SELON LES APPROCHES RETENUES	43
5.	ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR ..	44
5.1	METHODES RETENUES A TITRE PRINCIPAL.....	44
5.1.1	LA REFERENCE A LA REMUNERATION DES TITRES APPORTES A COVIVIO.....	44
5.1.2	METHODE DE LA PARITE ISSUE DE L'ANR EPRA PAR ACTION	45
5.1.3	METHODE DE LA PARITE ISSUE DU RNR EPRA PAR ACTION	46
5.2	METHODES RETENUES A TITRE INDICATIF.....	46
5.2.1	APPROCHE PAR REFERENCE AUX COURS DE BOURSES HISTORIQUES	46
5.2.2	APPROCHE PAR REFERENCE AUX MULTIPLES DE TRANSACTIONS COMPARABLES	47
5.3	METHODES ECARTEES	47
6.	CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE LA PARITE OFFERTE.....	48

ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE INITIEE PAR LA SOCIETE
COVIVIO SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE COVIVIO HOTELS

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Covivio a signé un accord en vue de l'acquisition des 8,3% du capital de Covivio Hotels détenus par Generali, en échange d'actions nouvelles Covivio.

Cette opération, qui représente l'équivalent de l'acquisition de 500 m€ d'actifs et un renforcement des fonds propres de près de 300 m€, doit marquer une étape majeure dans le renforcement de Covivio en hôtellerie, marché en croissance.

A l'issue de cette opération d'apport, dont la réalisation est attendue d'ici fin avril 2024, Covivio détiendra 52,2% du capital de sa filiale Covivio Hotels et lancera une offre publique d'échange obligatoire sur le solde du capital.

Covivio est présent sur l'immobilier hôtelier en Europe depuis 2005 via sa filiale Covivio Hotels. Société en commandite cotée sur Euronext Paris, Covivio Hotels est contrôlée et détenue à 43,9% par Covivio et à 53,5% par des investisseurs institutionnels de long terme: Crédit Agricole Assurances, BNP Paribas Cardif, Generali, Assurances du Crédit Mutuel, Sogecap et CDC.

Le 21 février 2024, Covivio et Generali ont signé un accord portant sur l'apport des 8,3% du capital de Covivio Hotels détenus par Generali en échange d'actions nouvelles Covivio.

L'opération, soumise à l'approbation par le commissaire aux apports, sera réalisée sur la base d'une parité de 31 actions Covivio pour 100 actions Covivio Hotels, post détachement des dividendes 2023.

L'offre publique d'échange obligatoire simplifiée sur le reste du capital de Covivio Hotels (« l'Offre ») se fera sur la base d'une parité de 31 actions Covivio pour 100 actions Covivio Hotels.

Covivio (« l'Initiateur ») n'a pas l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Covivio Hotels (« la Société ») a nommé notre cabinet en qualité d'expert indépendant, aux fins de se prononcer sur les conditions financières de l'Offre.

Cette dernière, soumise au visa de l'AMF, a été approuvée par l'assemblée générale de Covivio du 17 avril 2024.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Le cabinet Abergel & Associés développe plusieurs activités, expertise judiciaire, assistance litiges, évaluations, audit et transactions et procédures collectives. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet Abergel & Associés et ses associés disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de cette mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet Abergel & Associés jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires.

Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

Plusieurs missions d'évaluation de sociétés ou groupes de sociétés cotés (SBF 120) ont été réalisées au cours des 24 derniers mois.

Aucune mission d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers n'a été réalisée par le cabinet Abergel & Associés au cours des 24 derniers mois.

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet et les signataires du présent rapport ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, ou de l'Initiateur, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006.

En particulier, nous attestons que le cabinet Abergel & Associés et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.3 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par le cabinet Abergel & Associés au titre de la présente opération s'élève à 95 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise

La présente mission est placée sous la responsabilité de Jean-Noël Munoz, associé, Expert de justice, assisté des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution.

La revue indépendante a été effectuée par Romain Lobstein, associé, Expert de justice, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010.

Notre intervention s'est effectivement déroulée du 6 mars 2024 au 30 avril 2024, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.

2.4.1 Programme de travail détaillé

Nos travaux ont principalement consisté à :

1. Prendre connaissance de l'activité de Covivio et de Covivio Hotels.
2. Etudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords relatifs aux apports devant être réalisés préalablement à l'Offre.
3. Analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et de l'Initiateur et étudier l'évolution de leur situation financière.
4. Mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société et de ceux de l'Initiateur, jugées pertinentes au cas d'espèce.
5. Prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'organisme présentateur et réaliser un examen critique de leurs travaux.
6. Rédiger notre projet de rapport.

2.4.2 Calendrier de l'étude

Le conseil de surveillance de Covivio Hotels a désigné le cabinet Abergel & Associés en qualité d'expert indépendant le 5 mars 2024.

Notre mission, qui s'est déroulée du 6 mars 2024 au 30 avril 2024, présente les principaux points d'étape suivants :

- Du 6 au 8 mars 2024 : prise de connaissance et analyse du contexte.
- Du 11 au 15 mars 2024 : préparation de l'évaluation.
- Du 18 au 22 mars 2024 : réunions avec les directions générales de Covivio et Covivio Hotels et travaux de valorisation (analyse des données sectorielles et des données historiques et prévisionnelles).
- Du 25 au 29 mars 2024 : réunions avec les experts immobiliers et travaux de valorisation (analyse des valeurs d'expertise immobilières).
- Du 2 avril au 12 avril 2024 : travaux de valorisation (analyse des cours de bourse, analyse des sociétés comparables, recherche de transactions comparables) - réunions avec la direction générale de Covivio et la direction générale de Covivio Hotels.
- Du 15 au 26 avril 2024 : rédaction et présentation du rapport.

2.4.3 Liste des personnes rencontrées

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Monsieur Tugdual Millet, directeur général de Covivio Hotels ;
- Monsieur Paul Arkwright, directeur financier de Covivio ;
- Monsieur Patrick Bour, secrétaire général de Covivio ;
- Monsieur Erwan Garrec, chargé de missions stratégiques chez Covivio ;
- Messieurs Didier Kling, commissaire aux apports et Teddy Guérineau, du cabinet Didier Kling ;
- Et les experts immobiliers :
 - o Les équipes de BNP Paribas Real Estate pour les hôtels et les bureaux ;
 - o Les équipes de CBRE Allemagne (résidentiel Allemagne).

2.4.4 Informations utilisées

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- des informations publiques sur les sociétés Covivio et Covivio Hotels et notamment les communiqués de presse publiés par les sociétés depuis le dépôt de leur dernier document de référence ;
- des documents de référence incluant les états financiers de Covivio et Covivio Hotels au 31 décembre 2023 et au 31 décembre 2022 certifiés par les commissaires aux comptes ;

- des résultats prévisionnels 2024 (Budget) ;
- des rapports d'expertises immobilières de Covivio établis pour la clôture de l'exercice 2023 ;
- des rapports d'expertises immobilières de Covivio Hotels établis pour la clôture de l'exercice 2023 ;
- des états de synthèse des patrimoines immobiliers de Covivio et de Covivio Hotels ;
- des détails de calcul des ANR EPRA de Covivio et Covivio Hotels ;
- du traité d'apport en nature d'actions Covivio Hotels ;
- des rapports sur la valeur des apports et sur la rémunération du commissaire aux apports en date du 5 avril 2024 ;
- des engagements d'apport et de non apport à l'Offre des actionnaires de Covivio Hotels ;
- des informations de marché diffusées par la base de données financières Refinitiv : cours boursiers historiques des sociétés Covivio et Covivio Hotels et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des comparables boursiers ;
- du projet de note d'information relatif à la présente Offre intégrant les éléments d'appréciation de la parité proposée de l'Offre établis par la banque présentatrice.

-o-O-o-

3. PRESENTATION DU SECTEUR ET DES SOCIETES PARTIES A L'OPERATION

3.1 Présentation des secteurs d'activité

En 2023, le resserrement des politiques monétaires des banques centrales, pour combattre l'inflation, a provoqué une hausse brutale des taux financiers, qui à son tour, a entraîné une hausse des taux de rendement de l'ensemble des classes d'actifs et notamment de l'immobilier.

Le resserrement des conditions de financement et la remontée des taux d'intérêt ont entraîné une période d'attentisme de la part des investisseurs, qui a eu pour conséquence une chute significative des volumes investis en immobilier d'entreprise, en Europe et en France, le temps que les prix s'ajustent et qu'une prime de risque se reconstitue.

L'année 2023 représente un plus bas historique en termes d'investissement toute typologie d'actifs confondus avec un total proche de 12 milliards d'euros estimés en bilan annuel, contre 27 milliards l'an passé.

3.1.1 Bureaux

Le bureau est demeuré la première classe d'actifs en termes d'allocation du capital, mais l'attentisme des investisseurs a dominé en raison de la forte remontée des taux d'intérêt et des incertitudes liées à l'organisation du travail.

Le volume d'investissement en immobilier de bureaux en Europe a totalisé environ 40 milliards d'euros lors de l'année 2023 (-60 % sur un an).

La France est le premier marché des bureaux d'Europe avec plus de 10 milliards d'euros (-42 %), suivie par le Royaume-Uni avec plus de 9 milliards (-55 %), l'Allemagne avec un peu plus de 6 milliards d'euros (-67 %), l'Espagne 2 milliards (-36 %) suivie par les Pays-Bas et l'Italie avec 1,5 milliard (respectivement -65 % et -70 %).

La totalité des marchés de bureaux en Europe ont enregistré des décompressions entre la fin du quatrième trimestre 2023 par rapport à fin 2022. En lien avec la remontée des taux obligataires, des décompressions comprises entre 15 et 250 pb ont été constatées sur l'ensemble de l'année 2023. Toutefois, le nombre de transactions, notamment les grandes transactions, ayant été rares, les taux de rendement restent difficiles à estimer.

Les marchés les plus prime avec un rendement inférieur ou égal à 5,0 % sont localisés dans des villes comme Paris, Munich, Berlin, Copenhague, Vienne, Madrid, Helsinki, Barcelone ou encore Milan. Des rendements prime supérieurs à 5,0 % ont été constatés à Francfort, Amsterdam, Lisbonne ou encore Bruxelles. L'Allemagne et le Benelux affichent les hausses de taux les plus marquées en 2023.

En Ile-de-France, Paris concentre plus de la moitié (59%) des 4,5 milliards investis, une part qui ne cesse de croître depuis 4 ans : les investisseurs se retranchent dans la valeur sûre de l'hypercentralisé des localisations, où la demande locative est importante, même si les investissements remontent.

3.1.2 Hôtels

Les actifs hôteliers sont ceux qui ont le mieux résisté en 2023 comparativement à d'autres biens immobiliers.

La croissance de l'activité touristique et les événements sportifs en Europe, au cours de l'année écoulée et de celle à venir, expliquent cette tendance.

Le marché européen de l'immobilier hôtelier a totalisé 12 milliards d'euros en 2023, soit une baisse de 19 % sur un an.

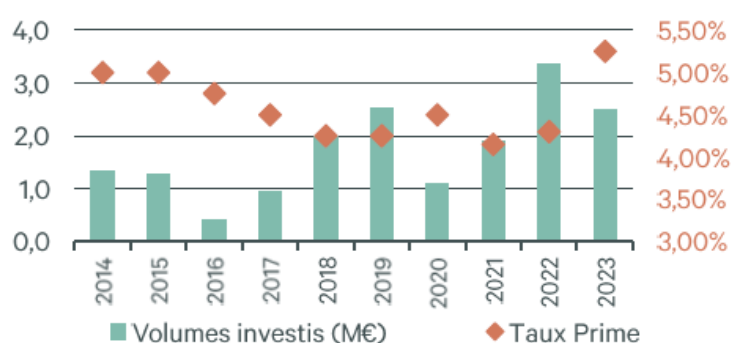
Les capitaux se sont concentrés sur trois grands marchés : la France avec 3 milliards d'euros d'engagements (+39 % en un an), suivie par l'Espagne avec un volume supérieur à 2,7 milliards d'euros (+8 % en un an) et le Royaume-Uni avec 1,7 milliard d'euros (-49 %). L'Allemagne totalise environ 1,1 milliard d'euros (-38 % en un an), suivie par l'Italie avec moins d'un milliard d'euros d'engagements (+11 % en un an).

Une large majorité des rendements prime des actifs hôteliers en Europe a enregistré des décompressions à la fin de l'année 2023 par rapport à fin 2022.

Les marchés d'Europe du Sud sont demeurés stables sur un an. Les taux de rendement prime des hôtels en contrat de bail, basés sur la rentabilité locative, n'ont pas connu de décompression annuelle dans les pays d'Europe méridionale comme à Milan, Rome, Lisbonne ou encore Athènes. Ces pays ont affiché un rendement compris entre 5 % et 8 %. L'exception pour ce groupe de pays est l'Espagne, qui a connu des décompressions moyennes de 50 points de base.

S'ils ont assez bien résisté, les marchés d'Europe du Nord ont cependant enregistré des décompressions comprises entre 20 points de base et 100 points de base. C'est le cas de Londres, Paris, Amsterdam, Bruxelles, Dublin, Helsinki ou des grandes villes allemandes avec des rendements compris entre 4,5 % et 6,5 %. Les taux de rendement prime des hôtels en contrat de management, permettant aux propriétaires de l'hôtel de capter à la fois la valeur du fonds de commerce et la valeur de l'actif immobilier, offrent des rendements prime en Europe compris entre 6,0 % et 9,5 %. Ces actifs présentent deux tendances contradictoires avec des marchés qui ont enregistré des décompressions comprises entre 20 pb et 90 pb, et d'autres qui font à nouveau l'objet de compressions de 25 pb sur un an.

Visuel 20 : Volumes investis en hôtellerie et taux *prime*



En M€ ; *comparaison entre la période de janvier à novembre 2023 par rapport à la même période en 2022

Source : CBRE Research, décembre 2023.

Le nombre de chambres en hôtellerie vendues ou louées en Europe sur l'ensemble de l'année 2023 a été en hausse (+8 % sur un an) en raison de la progression des chiffres du tourisme en Europe.

L'année 2024 devrait également être bien orientée avec deux temps forts, l'Euro de football en Allemagne et les Jeux olympiques en France. En Europe, la reprise complète du tourisme est proche en raison de la relance du tourisme international et de la forte demande interrégionale. Les recettes ont également été favorables et se rapprochent également de leur niveau d'avant 2019. Toutefois, les touristes restent exigeants et ont fait attention au rapport qualité-prix en raison du contexte inflationniste. Parmi les pays affichant les meilleures tendances hôtelières, on retrouve, la France, l'Espagne et l'Italie.

Les hôtels économiques ont continué de bien performer (entre +3 % et +8 %). La catégorie milieu de gamme a également bien progressé (environ 10 %).

Les chambres des hôtels haut de gamme (+11 %) et celles de la catégorie luxe (+8 %) poursuivent leur rattrapage.

Les indicateurs hôteliers ont été orientés à la hausse sur l'ensemble de l'année 2023, le prix moyen et le RevPAR ont dépassé les niveaux de fin 2019. Cela signifie également que nous devrions voir la performance opérationnelle revenir progressivement dans des taux de croissance plus proches de leur moyenne historique.

En progression, le taux d'occupation de l'hôtellerie en Europe se positionne à 69 % à fin 2023. Le prix moyen est également orienté à la hausse pour atteindre 143 € à fin 2023, contre 132 € sur la même période en 2022.

Le RevPAR a continué sa progression et se positionnait à 98 €, contre 85 € un an auparavant. En ce qui concerne les différentes catégories, l'hôtellerie économique est la seule à afficher un taux d'occupation de plus de 74 %, les autres catégories oscillant entre 62 % et 70 %. Les catégories luxe et haut de gamme ont encore une marge de progression.

3.1.3 Résidentiel Allemand

Les prix de l'immobilier résidentiel en Allemagne ont chuté de 8,4 % en 2023 par rapport à l'année précédente, selon des données publiées par l'Office fédéral Allemand des statistiques.

Cette chute est la plus importante depuis que l'office allemand des statistiques a commencé à tenir des registres en 2000. Il s'agit également de la première baisse annuelle depuis 2007.

Avant cela, l'immobilier résidentiel avait connu une hausse constante des prix entre 2008 et 2022.

Au quatrième trimestre, les prix des logements ont chuté de 7,1 % par rapport à l'année précédente. Il s'agit du cinquième trimestre consécutif de baisse, mais celle-ci n'est pas aussi marquée que la chute de 10,1 % enregistrée au troisième trimestre.

Les villes sont particulièrement touchées, les prix ont augmenté en fin d'année aussi bien dans les villes que dans les campagnes.

Dans les sept métropoles - Berlin, Hambourg, Munich, Koln, Francfort, Stuttgart et Düsseldorf - les prix des maisons individuelles et des maisons à deux logements ont chuté de 9,1 % au quatrième trimestre par rapport à la même période de l'année précédente, les appartements en copropriété ont coûté 5,8 % de moins.

La raison principale de la crise immobilière est la forte hausse des taux d'intérêt qui a fortement renchéri les crédits, et les investissements ne sont plus rentables pour les grands investisseurs. Dans le même temps, la demande de logements reste élevée, en particulier dans les villes, notamment en raison de la forte immigration, tandis que les nouvelles constructions sont en crise en raison de la hausse des taux d'intérêt et des matériaux chers.

Il s'agit toutefois de données moyennes. L'écart de prix entre les bâtiments modernes et efficaces sur le plan énergétique et les biens immobiliers à forte consommation d'énergie est important.

Alors que les bâtiments équipés de vieux chauffages au fioul ou au gaz et de mauvaises classes énergétiques ont, selon les études, perdu beaucoup de leur valeur, les objets qui sont à la pointe de la technique et qui consomment peu d'énergie se vendent nettement plus cher.

3.2 Présentation des performances des principales foncières cotées

Les principales foncières cotées françaises¹ représentent environ 38 Md€ de capitalisation boursière et 140 Md€ de patrimoine.

¹ Altarea, Argan, Carmila, Covivio, Gecina, Icade, Klépierre, Mercialis, Société Foncière Lyonnaise (SFL), Unibail-Rodamco-Westfield (URW)

Au global, l'année 2023 s'achève sur un montant d'investissement de 12 Md€, en baisse de plus de 60 % par rapport à la moyenne des cinq dernières années, cette diminution est en lien avec la baisse des valeurs entraînée par la hausse des taux mais également la prudence des investisseurs dans ce contexte qui conduit à une baisse des transactions en nombre et à une orientation vers des transactions plus petites.

Dans la continuité de l'année 2022, l'exercice 2023 poursuit la décompression des taux hors OAT TEC 10. Les taux de rendement immobiliers continuent d'augmenter sur toutes les classes d'actifs, bien que dans des proportions différentes. Ainsi, la hausse est davantage continue pour la logistique que pour le bureau prime.

L'évolution des taux de rendements, OAT et Euribor se présentent comme suit :



Source : CBRE Research, Banque de France, T4 2023 (décembre)

Les loyers évoluent dans un marché à deux vitesses avec des loyers Prime parisiens qui continuent d'être orientés à la hausse face à la rareté des biens et au besoin de centralité de certaines entreprises, combinés à une inflation élevée et des loyers qui sont stables ou en baisse dans la plupart des autres marchés où l'offre est abondante et en hausse.

Les foncières du panel affichent une hausse de leurs revenus locatifs, signe qui confirme la capacité à répercuter en partie l'indexation sur les locataires, mais une baisse de leur patrimoine à périmètre constant, qui illustre un repricing sévère en particulier dans le bureau :

	Altarea	Argan	Carmila	Covivio	Gecina	Icade	Klepierre	Mercialys	SFL	URW
JV du patrimoine (Mds €)	3,6	3,7	5,9	23,1	17,6	6,5	19,3	2,9	7,3	49,6
Evolution à périmètre constant	NC	NC	-2,3%	-10,2%	-10,1%	-17,5%	NC	-7,0%	-10,5%	-4,3%
RNR EPRA (M€) ou équivalent	101,2	125,6	228,2	435	444,2	213,9	NC	109	109,9	1408,9
Evolution RNR EPRA	-63,0%	5,0%	1,5%	1,0%	8,4%	9,4%	NC	3,3%	1,7%	5,0%
EPRA NRV / action (€)	NC	90,6	NC	92,6	158,1	71,8	NC	18,3	97,3	146,7
EPRA NTA / action (€)	NC	79,1	24,2	84,1	143,6	67,2	30,1	16,3	87,5	112,3
EPRA NDV / action (€)	NC	83,6	NC	83,4	150,1	73,3	NC	17,1	85,7	121,9
Cours de bourse de clôture 2023	80	85,2	15,6	48,7	110,1	35,5	24,7	10	67	66,9
Evolution du cours de bourse sur 2023	-36,6%	12,4%	17,1%	-12,3%	15,7%	-11,6%	14,8%	1,5%	-20,6%	37,7%
Décote / Surcote du cours de bourse vs ANR		8%	-36%	-42%	-23%	-47%	-18%	-39%	-23%	-40%

La juste valeur du patrimoine à périmètre constant diminue fortement et a évolué de manière plus ou moins marquée selon la typologie d'actifs sous-jacents avec une diminution moins importante sur les foncières de commerces (-4,2%) et plus prononcé sur les actifs de bureaux et mixtes (entre -10% et -17%).

A l'inverse, l'évolution des loyers à périmètre constant est plutôt orientée à la hausse notamment pour les foncières de commerce.

Hormis Argan en situation de surcote à 8 %, toutes les foncières du panel sont en situation de décote du cours de bourse par rapport à l'ANR entre -18 % et -47 %.

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

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

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

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

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

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

3.3 Présentation de Covivio

3.3.1 Présentation de la foncière et de son patrimoine

Covivio détient un patrimoine de 23,1 Md€ (15,1 Md€ PdG) d'actifs en Europe :

(m€, Hors Droits)	31/12/2022	31/12/2023	Var à PC	Rdt 22	Rdt 23
Bureaux	9 508	7 847	-12%	4,8%	5,5%
Résidentiel allemand	5 238	4 672	-11%	3,5%	4,1%
Hôtels	2 622	2 535	-4%	5,0%	5,9%
Total Stratégique	17 368	15 054	-10%	4,4%	5,1%
Non stratégique	27	26	-3%		
Total	17 395	15 080	-10%	4,4%	5,1%

Source : Covivio résultats annuels 2023

Le patrimoine est composé :

- A 52% (-3pts sur 1 an) de bureaux en France, Italie et Allemagne, dont 69% en centre-ville et 25% dans les principaux centres d'affaires.
- A 31% (+1pt) de logements principalement à Berlin et les grandes villes de la Rhénanie-du-Nord Westphalie.
- A 17% (+2pts) d'hôtels situés dans les grandes villes touristiques européennes (Paris, Berlin, Rome, Madrid, Barcelone, Londres, etc.), loués ou gérés par les opérateurs leaders : Accor, IHG, Marriott, B&B, NH Hotels, etc.

Face au nouvel environnement de taux, le marché de l'investissement en immobilier a été ralenti en 2023 toutes classes d'actifs confondues. La forte remontée des taux de capitalisation s'est matérialisée au fur et à mesure de l'année 2023 permettant de reconstituer une prime de risque immobilière.

Dans ce contexte de remontée des taux, les valeurs des actifs de Covivio se sont mécaniquement contractées de - 10,2% à périmètre constant.

Pour les bureaux, les valeurs reculent de -11,7% à périmètre constant (soit une baisse de 1 661 m€), affichant de fortes disparités en fonction de la centralité des actifs.

Les actifs de centre-ville, qui constituent 69% du patrimoine, reculent de -8% et affichent dorénavant un rendement de 4,8%. Les actifs situés dans le cœur des principaux pôles d'affaires baissent de -18%, pour un rendement de 6,5%.

Enfin, les baisses de valeurs les plus prononcées, de -21%, sont attribuables à la catégorie non core (6% du patrimoine bureaux), située en périphérie et directement impactée par les changements structurels des modes de travail. Sur la France, la baisse est de 1 430 m€ soit 86% de la baisse totale :

(m€, Hors Droits)	31/12/2022	31/12/2023	Var à PC	Rdt 22	Rdt 23	Var Rdt
Paris / Neuilly / Levallois	2 837	2 293	-11,5%	3,8%	4,5%	0,7p
Croissant Ouest et La Défense	796	496	-23,5%	5,8%	7,2%	1,4p
Première couronne	1 146	864	-17,9%	5,4%	6,3%	0,9p
GMR	700	417	-12,3%	4,8%	6,0%	1,2p
Autres France	67	46	-4,7%	8,2%	9,3%	1,1p
France	5 547	4 117	-14,5%	4,7%	5,5%	0,8p
Italie	2 520	2 491	-3,2%	5,2%	5,6%	0,4p
Allemagne	1 441	1 239	-17,1%	4,1%	5,2%	1,1p
TOTAL BUREAUX	9 508	7 847	-11,7%	4,8%	5,5%	0,7p

Source : Covivio résultats annuels 2023

Le résidentiel allemand affiche un recul de -10,8% à périmètre constant, la baisse des valeurs au second semestre ayant décéléré (-7,3% sur le 1^{er} semestre et -3,7% au 2nd).

La valeur moyenne du patrimoine résidentiel s'établit à 2 461 €/m², dont 3 052 €/m² à Berlin et 1 826 €/m² en Rhénanie-du-Nord Westphalie et le rendement moyen remonte de +60pb sur un an, à 4,1%.

Le patrimoine est valorisé en valeur bloc. Pour autant, 48% du patrimoine, soit 2,2 Md€, est d'ores et déjà mis en copropriété, en particulier à Berlin (68% / 1,8 Md€), où l'écart entre valeur bloc et prix de vente au détail atteint +52% :

(m€, Hors Droits)	31/12/2022	31/12/2023	Var à PC	Rdt 22	Rdt 23	Var Rdt
Berlin	2 985	2 674	-10,2%	3,1%	3,7%	0,6p
Dresde et Leipzig	430	379	-11,9%	3,5%	4,1%	0,6p
Hambourg	401	350	-12,7%	3,0%	3,6%	0,6p
Rhénanie -du-Nord-Westph	1 422	1 269	-11,2%	4,2%	4,9%	0,7p
Résidentiel allemand	5 238	4 672	-10,8%	3,5%	4,1%	0,6p

Source : Covivio résultats annuels 2023

En hôtels, le patrimoine recule de -3,9% à périmètre constant sur l'année, les solides performances opérationnelles ayant en grande partie compensé l'impact de la hausse des taux (+50pb sur un an).

Les hôtels en murs et fonds ont légèrement surperformé, baissant de -3,7%, contre -4,0% pour les actifs en bail. Le patrimoine affiche un rendement moyen de 5,9%, offrant une prime de risque élevée (+300pb par rapport à l'OAT).

Fin 2023, le rendement moyen du patrimoine de Covivio ressort ainsi à 5,1%, en hausse de +70 pb sur un an.

3.3.1.1 Synthèse patrimoine et tableau de passage vers les comptes consolidés

La synthèse du patrimoine et le passage vers les comptes consolidés se présente comme suit :

Part du groupe (En millions d'euros)	31/12/2022	31/12/2023
Bureaux France	5 547	4 117
Bureaux Italie (yc. Commerces)	2 520	2 491
Résidentiel Allemagne	5 238	4 672
Bureaux Allemagne	1 441	1 239
Hôtellerie Europe (yc. Commerces)	2 645	2 557
Autre (Résidentiel France & Parkings)	4	4
Total valeur du patrimoine (valeur de marché PdG)	17 395	15 080
Juste valeur des propriétés en murs et fonds	-1 117	-1 084
Sociétés mises en équivalence	-449	-412
Autres actifs destinés à être cédés	0	3
Droit d'utilisation sur des actifs de placement	118	122
Juste valeur des parkings	-4	-3
Immobilisations corporelles	0	125
ACTIFS DE PLACEMENT PART DU GROUPE	15 943	13 831
Intérêts non contrôlants	7 282	6 682
ACTIFS DE PLACEMENT À 100%	23 225	20 513

3.3.1.2 Bilan consolidé

Le bilan consolidé de la société Covivio au 31 décembre 2023 se présente comme suit :

m€	31/12/2022	31/12/2023	Var		31/12/2022	31/12/2023
	Pdg	Pdg	Val		100%	100%
Immeubles de Placement	14 343	12 596	-1 747		21 391	19 046
Immeubles de placement et	1 371	1 007	-364		1 574	1 140
Actifs destinés à la vente	228	227	-1		259	327
Autres Immobilisations	985	993	8		1 718	1 730
Total Immobilisations	16 927	14 823	-2 104	(1)	24 942	22 243
Sociétés MEE	282	260	-22		401	375
Actifs financiers	233	251	18		114	118
Impôts Différés Actifs	78	57	-21		86	72
Instruments financiers	562	366	-196		813	522
Cash	343	778	435	(2)	462	901
Stocks	190	257	67		264	308
Autres	500	420	-80		579	488
Total actifs	36 043	32 034	-4 009		52 602	47 269
Capitaux propres					9 443	7 957
Intérêts minoritaires					4 648	4 006
Capitaux propres	9 443	7 957	-1 486		14 091	11 963
Emprunts	7 924	7 703	-221	(2)	10 968	10 707
Instruments financiers	244	142	-102		300	185
Impôts différés	835	650	-185	(3)	1 320	1 054
Autres dettes	670	760	90		981	1 117
Total passifs	19 116	17 211	-1 905		27 660	25 026

- (1) Sur l'exercice 2023, le total des immobilisations a baissé de -2 104 m€ selon la décomposition suivante :

m€	31/12/2022	31/12/2023	Var
	Pdg	Pdg	Val
Bureaux France	5 164	3 932	-1 232
Bureaux Italie (yc. Commerces)	2 445	2 403	-42
Bureaux Allemagne	1 335	1 145	-190
Total Bureaux	8 944	7 480	-1 464
Résidentiel Allemagne	5 374	4 811	-563
Hôtellerie Europe (yc. Commerces)	2 606	2 530	-76
Parkings (et autres)	4	3	-1
TOTAL DES IMMOBILISATIONS	16 928	14 824	-2 104

La principale baisse concerne l'activité Bureaux pour -1 464 m€, qui s'explique principalement par les cessions pour -587 m€, la variation de la juste valeur de -1 020 m€ et le reclassement dans les stocks des nouvelles opérations de promotion pour -122 m€, en partie compensées par la hausse de + 220 m€ des Capex et des acquisitions.

La baisse observée au niveau de l'activité Résidentiel Allemagne de -563 m€ provient principalement de la variation de la juste valeur pour -653 m€, des Capex et des acquisitions pour 97 m€, partiellement compensée par les cessions de l'exercice pour -31 m€.

La baisse enregistrée sur le patrimoine Hôtels est plus mesurée à hauteur -76 m€, principalement le fait du recul de la juste valeur pour -78 m€.

- (2) L'endettement net de Covivio se situe à 6,9 Md€ part du groupe à fin décembre 2023 (9,8 Md€ sur une base consolidée), soit -0,7 Md€ par rapport à fin 2022 :

m€	31/12/2022	31/12/2023
	Pdg	Pdg
Dettes nettes, part du groupe (en M€)	7 581	6 925
Taux moyen de la dette	1,24%	1,50%
Maturité moyenne de la dette (en années)	4,8	4,9
Taux de couverture active moyen de la dette	81,50%	92,30%
Maturité moyenne de la couverture (en années)	6,3	5,9
LTV Droits Inclus	39,50%	40,80%
ICR	6,9x	6,4x
Dettes nettes / EBITDA	14,5x	12,8x

Le coût moyen de la dette augmente légèrement à 1,50 % (+ 26 bps vs fin 2022), grâce à une dette fortement couverte et la maturité de la dette passe à 4,9 ans (vs 4,8 ans en 2022).

Le ratio Loan-to-Value (LTV) de Covivio s'établit à 40,8% (politique de LTV < 40 %), grâce à une rotation active du patrimoine et malgré des ajustements de valeur.

- (3) Les passifs d'impôts différés représentent 650 m€ à la clôture, contre 835 m€ en 2022, les actifs d'impôts différés représentent 57 m€ à la clôture contre 78 m€ en 2022. Cette baisse de 164 m€ s'explique principalement par la baisse des valeurs d'expertises en Allemagne (-116,2 m€), la baisse de la juste valeur des produits dérivés (-8 m€) et l'entrée dans le régime SCPI britannique au niveau de l'activité Hôtels (-14 m€).

3.3.2 ANR EPRA de Covivio

Les ANR EPRA de Covivio évoluent comme suit sur les deux dernières années :

m€	31/12/2022	31/12/2023	Var Val	Var %
Capitaux propres Groupe - Comptes IFRS	9 443	7 957	-1 486	-16%
Réévaluation des actifs en exploitation (hôtels) nette d'in	227	175	-52	-23%
Juste valeur des instruments financiers bruts	918	807	-111	-12%
Impôts différés y compris sur retraitements	-334	-235	99	-30%
Droits de mutations non optimisés	786	623	-163	-21%
EPRA NRV	11 040	9 327	-1 713	-16%
Impôts différés sur les actifs ne devant pas être conserv	-884	-773	111	-13%
Goodwill et actifs incorporels au bilan	-68	-68	0	0%
Droits de mutations non optimisés	-44	-16	28	-64%
EPRA NTA	10 044	8 470	-1 574	-16%
Optimisation des droits de mutations	-34	-34	0	0%
Actifs incorporels au bilan	17	18	1	6%
Juste valeur des dettes à taux fixe (hors spread de crédi	553	318	-235	-42%
Juste valeur des instruments financiers bruts	334	235	-99	-30%
Impôts différés	-742	-607	135	-18%
EPRA NDV	10 172	8 400	-1 772	-17%
Nombre d'actions fin de période	94 385 959	100 658 623		
EPRA NRV / Action (en €)	117,0	92,7		-21%
EPRA NTA / Action (en €)	106,4	84,1		-21%
EPRA NDV / Action (en €)	107,8	83,5		-23%

Source : Covivio résultats annuels 2023

Les ajustements des valeurs d'actifs se reflètent dans l'évolution de l'actif net réévalué de continuation (ANR EPRA NTA), en retrait de -21% sur un an, à 84,1€/action (et 8 470 m€).

L'ANR de liquidation (EPRA NDV) recule quant à lui de -23% à 83,4 €/action (et 8 401 m€).

Enfin, l'ANR de reconstitution (EPRA NRV) ressort à 9 327 m€ et 92,6 € par action.

3.3.3 Performance historiques de Covivio

Le compte de résultat consolidé de la société Covivio se présente comme suit :

m€	31/12/2022	31/12/2023	Var Val		31/12/2022	31/12/2023
	Pdg	Pdg			100%	100%
Loyers nets	550	559	8		842	864
EBITDA activité Murs & Fonds et Flex C	39	48	9		75	91
Revenus des autres activités (y compris pr	23	18	-5		20	9
REVENUS NETS	612	624	12	(1)	938	963
Coût de fonctionnement net	-83	-85	-1		-121	-119
Amortissement des biens d'exploitation	-36	-44	-9		-59	-74
Variation nette des provisions et autres	7	11	5		13	25
RÉSULTAT D'EXPLOITATION	500	507	7		770	795
Résultat net des immeubles en stock	-2	0	2		-2	0
Résultat des cessions d'actifs	-120	-1752	-1632	(2)	-1	-38
Résultat des ajustements de valeurs	-7	-34	-28		18	-2 437
Résultat des cessions de titres	25	-1	-26		25	-1
Résultat des variations de périmètre	0	-2	-2		0	-4
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL	395	1282	887		810	-1 685
Coût de l'endettement financier net	-87	-97	-10	(3)	-140	-166
Frais d'intérêt liés aux passifs de crédit-ba	-7	-7	0		-16	-16
Ajustement de valeur des instruments déri	372	-132	-504	(4)	583	-208
Actualisation des dettes et créances	0	0	1		-1	0
Amortissement anticipé du coût des empr	-1	-2	-1		-2	-2
Quote-part de résultat des entreprises assc	40	-33	-73		51	-34
RÉSULTAT NET AVANT IMPÔT	712	-1554	-2266		1 286	-2 110
Impôts différés	-75	157	232		-114	254
Impôts sur les sociétés	-16	-21	-5		-24	-47
RÉSULTAT NET DE LA PÉRIODE	621	-1419	-2040		1 148	-1 903
Participations ne donnant pas le contrôle					527	-484
RÉSULTAT NET DE LA PÉRIODE – PART DU GROUPE					621	-1 419

Source : Covivio résultats annuels 2023

- (1) Le chiffre d'affaires net part du groupe progresse, notamment grâce au dynamisme de l'activité locative dans toutes les branches d'activité et à la forte activité opérationnelle dans les hôtels, malgré l'impact des cessions dans le segment Bureaux :

	31/12/2022	31/12/2023	Var Val	Var %
Part du groupe (En millions d'euros)	Pdg	Pdg		
Bureaux France	157	150	-7	-4,2%
Bureaux Italie (yc. Commerces)	91	90	-1	-1,5%
Bureaux Allemagne	32	38	6	17,6%
Total Bureaux	280	277	-2	-0,8%
Résidentiel Allemagne	168	173	5	3,0%
Hôtels (yc. Commerces)	103	109	6	6,0%
TOTAL DES REVENUS LOCATIFS	550	559	8	1,5%
EBITDA activité Murs & Fonds	39	48	9	23,1%
Résultat des autres activités	23	18	-5	-22,3%
REVENUS NETS	612	624	12	2,0%

- (2) Le compte de résultat comptabilise les variations de juste valeur de -1 751,8 m€ des actifs sur la base des expertises réalisées sur le patrimoine.
- (3) Le coût de la dette financière nette augmente en raison de la hausse des taux d'intérêts, partiellement compensée par une diminution de l'endettement net.
- (4) La juste valeur des instruments financiers (instruments de couverture) est légèrement impactée par une baisse moyenne de - 68 bps des taux d'intérêt à dix ans. L'impact sur le compte de résultat se traduit par une baisse de -132,4 m€.

Les revenus à fin mars 2024 totalisent 154,0 m€ part du groupe (237,0 m€ à 100%), stables à périmètre courant, l'impact des cessions étant compensé par la poursuite de solides performances opérationnelles :

T1 2024 En millions €	Revenus T1 2023 PdG	Revenus T1 2024 PdG	% Variation PdG	% variation à périmètre constant	Taux d'occupation %
Bureaux	80,5	78,1	-2,90%	10,00%	95,30%
Résidentiel allemand	45,5	47	3,40%	4,00%	98,90%
Hôtels	27,5	28,4	3,10%	4,60%	100%
Non stratégique	0,4	0,4	-9,20%	-9,20%	100%
TOTAL	153,9	154	0,00%	7,10%	97,10%

Source : Communiqué de presse du 23 avril 2024

A périmètre constant, les revenus ressortent en hausse de +7,1%, après une croissance de +5,2 % en 2023.

En bureaux, la croissance à périmètre constant ressort à +10%, bénéficiant du fort rebond du taux d'occupation (+4 pts), de la réversion (1,1 pt) et de la poursuite de l'indexation (4,9 pts).

En résidentiel allemand, la croissance à périmètre constant est soutenue, à +4%, notamment portée par 1,6 pt d'indexation, 1,2 pt de travaux de modernisation et 1,4 pt d'effet positif des relocations.

Les loyers renégociés sur le trimestre sont en hausse de +20% en moyenne, dont +32% à Berlin.

Enfin, la croissance se poursuit en hôtellerie, avec une progression organique de +4,6%, dont +5% sur les loyers fixes et +3% sur les revenus variables.

Le taux d'occupation du patrimoine gagne +0,4 pt sur le trimestre, à 97,1%, pour une durée moyenne ferme des baux de 6,7 ans.

3.4 Présentation de Covivio Hotels

3.4.1 Présentation de la foncière et de son patrimoine

Covivio Hotels est spécialisé dans la détention de murs d'exploitation dans le secteur de l'hôtellerie. Société d'Investissements Immobiliers Cotée (SIIC), partenaire immobilier des grands acteurs de l'hôtellerie.

Covivio Hotels est noté BBB+ / perspective Stable par Standard and Poor's.

Au 31 décembre 2023, Covivio Hotels est propriétaire d'un patrimoine de 352 actifs, dont 313 hôtels, valorisés à 5 822 m€ hors droits en part du groupe (soit 6 427 m€ en part totale), en baisse de -3,9% sur l'année 2023 à périmètre constant.

La répartition du patrimoine hôtels souligne la stratégie de diversification géographique de la société, avec aucun pays qui ne dépasse 33% du patrimoine et avec 89% du patrimoine qui se situe au cœur de Grandes Métropoles européennes.

La hausse des taux de capitalisation de l'ordre de +50 bps sur 12 mois a impacté à la baisse les valeurs du patrimoine et principalement les actifs en bail situés en Europe de l'Est (- 8,5%) et au Royaume-Uni (-4,4%) :

m€			Var.de		Rdt 22	Rdt 23
	31/12/2022	31/12/2023	valeur à PC	Poids 2023		
France	1 656	1 597	3,6%	28%	4,7%	5,6%
Allemagne	649	602	-7,1%	10%	4,8%	5,6%
Belgique	235	218	-6,8%	4%	6,0%	7,2%
Espagne	646	636	0,3%	11%	5,3%	6,2%
Royaume-Uni	665	662	-4,4%	11%	4,5%	5,6%
Italie	277	266	-4,8%	5%	5,0%	5,5%
Autres Pays	467	451	-4,1%	8%	5,1%	5,7%
Total Hôtels en bail	4 595	4 434	-4,0%	77%	4,9%	5,8%
France	300	311	2,4%	5%	5,8%	6,5%
Allemagne	830	799	-4,5%	14%	4,8%	6,1%
Autres Pays	245	228	-8,4%	4%	5,8%	6,8%
Total Hôtels en murs et for	1 375	1 337	-3,7%	23%	5,2%	6,2%
Total Hôtels	5 970	5 771	-3,9%	100%	5,0%	5,9%

Source : Covivio Hotels résultats annuels 2023

Dans un contexte de diminution généralisée des prix de l'immobilier, la valeur du patrimoine de Covivio Hotels a fait preuve de résilience en 2023 avec une baisse contenue de -3,9% à périmètre constant sur un an :

- Baisse de la valeur des hôtels en bail (-4,0%) : la baisse, principalement attribuable à la hausse des taux de capitalisation, a été limitée par un effet revenu positif résultant de l'amélioration de la performance hôtelière et de l'indexation des loyers.

- Baisse de la valeur des hôtels en murs à fonds (-3,7%) : la valeur des actifs en Allemagne a baissé de 4,5 % en 2023, reflétant la performance du marché et la hausse des taux d'intérêt.

Le portefeuille français enregistre quant à lui une hausse de +2,4%, grâce à la rénovation d'un actif dans le sud de la France et au rebond de la performance du marché.

La baisse des valeurs reste toutefois contenue par un effet revenu favorable, lié aux solides performances des hôtels et à l'indexation des loyers.

Le tableau de passage entre la valeur du patrimoine part du groupe au 31 décembre 2023 et celle des actifs immobiliers des comptes consolidés se présente comme suit :

	31/12/2022	31/12/2023	Var à PC	Rdt 22	Rdt 23
Hôtellerie en bail	4 595	4 434	-4,0%	5,0%	5,8%
Hôtellerie Murs et Fonds	1 375	1 337	-3,7%	5,2%	6,2%
Total Hôtels	5 970	5 771	-3,9%	5,0%	5,9%
Actifs non stratégiques (commerces)	53	51	-3,0%	7,2%	
Total Covivio Hotels	6 023	5 822	-3,9%	5,1%	5,8%
Droit d'utilisation sur immeubles de place	238	243			
Droit d'utilisation sur biens d'exploitation	43	45			
Sociétés MEE > 30%	-164	-156			
Survaleur non comptabilisée des actifs en	-194	-184			
ACTIFS IMMOBILIERS PdG	5 946	5 770			
QP des minoritaires des sociétés en IG	288	274			
ACTIFS IMMOBILIERS 100%	6 234	6 044			

3.4.2 Bilan consolidé

Le bilan consolidé de la société Covivio Hotels se présente comme suit :

(En m€)	31/12/2022	31/12/2023	Var Val	Var %	
Immeuble de placement	4 937	4 655	-282	-6%	
Actifs destinés à la vente	43	162	119	277%	
Sous-total	4 980	4 817	-163	-3%	
Immeuble d'exploitation	1 111	1 084	-27	-2%	
Autres actifs corporels	22	26	4	18%	
Actifs incorporels	120	117	-3	-3%	
Actifs immobiliers	6 234	6 044	-190	-3%	(1)
Participations	212	205	-7	-3%	(2)
Actifs financiers	68	59	-9	-13%	
Impôts différés actifs	16	24	8	50%	
Instruments financiers	277	178	-99	-36%	(3)
Trésorerie	127	108	-19	-15%	
Autres	99	106	7	7%	
Total Actif	7 034	6 724	-310	-4%	
Capitaux propres Pdg	3 578	3 387	-191	-5%	
Intérêts non contrôlant	185	164	-21	-11%	
Capitaux propres	3 763	3 551	-212	-6%	
Emprunts	2 503	2 455	-48	-2%	(4)
Passif locatif	281	289	8	3%	(5)
Instruments financiers	100	73	-27	-27%	(3)
Passifs d'impôts différés	247	210	-37	-15%	(6)
Autres	139	147	8	6%	
Total Passif	7 034	6 724	-310	-4%	

(1) Le détail du portefeuille d'actifs de Covivio Hotels et le tableau de passage avec les comptes consolidés IFRS sont présentés en partie 3.3.1.

L'actif est principalement constitué d'immeubles de placement (4 655 m€) et d'immeubles d'exploitation (1 084 m€) :

- Conformément à l'option offerte par IAS 40, les immeubles de placement sont évalués à leur juste valeur. Les variations de juste valeur sont enregistrées en résultat. Les immeubles de placement ne sont pas amortis.
- En application de la méthode préférentielle proposée par IAS 16, les hôtels en gestion de l'activité Murs et Fonds (occupés ou exploités par les équipes du groupe – *own occupied buildings*) sont valorisés au coût historique diminué du cumul des amortissements et des éventuelles pertes de valeurs. Ils sont amortis sur leur durée d'utilisation et selon une approche par composant.

Les actifs destinés à la vente s'élèvent à 162 m€ à fin 2023 et concernent les promesses de vente de 2 hôtels en Espagne, un hôtel Accor et 37 restaurants.

(2) Les participations dans des sociétés associées s'élèvent à 204,6 m€ au 31 décembre 2023 contre 211,7 m€ au 31 décembre 2022. La variation par le résultat (- 2 m€) intègre des variations de juste de valeur des immeubles (- 14,3 m€), des instruments financiers (- 1,2 m€) et une augmentation des loyers variables Accor.

- (3) Les instruments financiers dérivés sont essentiellement composés d'instruments de couverture de taux mis en place dans le cadre de la politique de couverture des taux d'intérêt du groupe :

m€	2022	2023
IFT Net ouverture	-50	177
Soultés de restructuration	12	0
Impact P&L	201	-67
Impact Capitaux Propres	15	-5
IFT Net clôture	177	105
<i>IFT Actif</i>	277	178
<i>IFT Passif</i>	-100	-73

- (4) Les emprunts à court terme et long terme s'élèvent à 2 455 m€ à fin 2023 contre 2 503 m€ à fin 2022. Cette baisse de 49 m€ s'explique principalement par le remboursement d'un emprunt obligataire pour 200 m€ et un refinancement d'une autre dette pour 150 m€ :

m€	31/12/2022	31/12/2023	Var Val	Var %
Emprunts bancaires	1 335	1 491	156	12%
Emprunts obligataires	1 149	949	-200	-17%
Intérêts courus	17	22	5	28%
Autres	2	-8	-10	-605%
Total Emprunts (LT/CT)	2 503	2 455	-49	-2%

- (5) Au 31 décembre 2023, le solde des passifs locatifs s'élève à 288,8 m€ en application de la norme IFRS 16 et concernant l'Hôtellerie pour 243,4 m€ et les Murs et Fonds pour 45,3 m€.
- (6) Les impôts différés passifs sont majoritairement liés aux gains latents sur immobilisations et concernent le secteur Hôtellerie pour 125 m€ et le secteur Murs et Fonds pour 77,1 m€.

3.4.3 ANR EPRA de Covivio Hotels

L'ANR EPRA NTA s'établit à 3 550 m€ contre 3 722 m€ fin 2022.

Par action, il s'élève à 24 €, soit une baisse de 4,4% par rapport à 2022.

L'ANR EPRA NDV, qui tient compte de la mise en juste valeur des instruments de couverture de taux et des dettes à taux fixe, s'élève à 3 512 m€, contre 3 763 m€ à fin décembre 2022, en baisse de 6,7%. Il s'établit à 23,7 €/action.

Les ANR EPRA de Covivio Hotels évoluent comme suit sur les deux dernières années :

m€	31/12/2022	31/12/2023	Var Val	Var %
Capitaux propres consolidés du groupe	3 578	3 387	-191	-5,3%
Réévaluation des actifs en exploitation (hôtels) nette d'impôts différés	152	143	-9	-5,8%
Droits de mutation	272	259	-12	-4,6%
Juste valeur des instruments financiers	-178	-110	69	-38,6%
Impôts différés	281	235	-47	-16,5%
EPRA NRV	4 105	3 915	-190	-4,6%
Droits de mutation non optimisés	-226	-214	12	-5,2%
Goodwill et actifs incorporels au bilan	-118	-115	3	-2,5%
Impôts différés sur actifs ne devant pas être conservés à long terme	-39	-35	4	-9,7%
EPRA NTA	3 722	3 550	-171	-4,6%
Droits de mutation optimisés	-46	-45	1	-1,5%
Juste valeur des dettes à taux fixes	151	97	-54	-35,9%
Juste valeur des instruments financiers	178	110	-69	-38,6%
Impôts différés (hors impôts différés sur actifs ne devant pas être con	-242	-200	43	-17,6%
EPRA NDV	3 763	3 512	-251	-6,7%
Nombre d'actions fin de période	148 141 452	148 141 452	0	0,0%
EPRA NRV/ Action (en €)	27,7	26,4	-1,3	-4,7%
EPRA NTA/ Action (en €)	25,1	24	-1,1	-4,4%
EPRA NDV/ Action (en €)	25,4	23,7	-1,7	-6,7%

3.4.4 Performances historiques de la société

Le compte de résultat consolidé de la société Covivio Hotels se présente comme suit :

m€	31/12/2022	31/12/2023	Var Val	Var %	
Loyers	239	264	25	10%	
EBITDA des hotels en gestion	62	75	13	21%	
Total revenus Covivio hotels	301	339	38	13%	(1)
Charges sur loyers	5	-7	-12	-240%	
Coûts de fonctionnement nets	-18	-19	-1	6%	
Amortissements des biens d'exploitation	-38	-48	-10	26%	
Variation nette des provisions et autres	11	24	13	118%	
Résultat d'exploitation	261	289	28	11%	
Résultat des cessions d'actifs	3	0	-3	-100%	
Résultat des ajustements de valeurs	92	-198	-290	-315%	(2)
Résultat des variations de périmètre	0	-4	-4	100%	
Résultat opérationnel	356	87	-269	-76%	
Coût de l'endettement financier net	-52	-63	-11	21%	
Charges d'intérêts des passifs locatifs	-15	-15	0	0%	
Ajustement de valeur des instruments déri	201	-67	-268	-133%	(3)
Actualisation et résultat de change	-1	0	1	-100%	
Quote-part de résultat des entreprises assc	19	-2	-21	-111%	
Résultat net avant impôts	508	-60	-568	-112%	
Impôts différés	4	46	42	1050%	
Impôts sur les sociétés	-10	-12	-2	20%	
Résultat net de la période	502	-26	-528	-105%	
Intérêts minoritaires	-23	14	37	-161%	
Résultat net – part du groupe	479	-12	-491	-103%	

Source : Covivio Hotels résultats annuels 2023

- (1) Les revenus des hôtels sont en hausse de +12,7% à périmètre constant par rapport à 2022 pour s'établir à 317 m€, notamment en raison des éléments suivants :

	Revenus 2022 100%	Revenus 2022 PdG	Revenus 2023 100%	Revenus 2023 PdG	Variation (%) PdG	Variation PdG à PC
Hôtels en bail – Loyers variables	49	49	56	56	14,2%	18,9%
Hôtels en bail - Loyers fixes	185	173	201	188	9,2%	8,8%
Hôtels en murs et fonds - EBITDA	62	60	75	73	20,7%	18,6%
Revenus des hôtels	297	282	332	317	12,5%	12,7%
Non stratégiques (commerces)	4	4	6	6	49,4%	
Total revenus Covivio hotels	301	286	339	324	13,1%	12,7%

- Hôtels en loyers variables (20% du patrimoine) : le portefeuille est principalement loué à AccorInvest, en France et en Belgique et constitué d'hôtels économiques (Ibis) et de moyenne gamme (Novotel, Mercure). La performance du marché hôtelier français sur l'année permet aux loyers de ce portefeuille, entièrement indexés sur le chiffre d'affaires, de croître de +18,9%.
 - Hôtels en loyers fixes (57% du patrimoine) : hausse des loyers de +8,8% à périmètre constant, en raison notamment des niveaux d'indexation des loyers (+6% en France, 4% en Allemagne et 3% en Espagne) et de la livraison fin 2022 de l'hôtel Anantara Plaza de Nice.
 - Hôtels en murs et fonds : la performance des hôtels détenus en murs et fonds (23% du patrimoine) est également très bonne. Situés principalement en Allemagne (notamment à Berlin) et en France, ces hôtels ont vu leur EBITDA gagner +18,6% sur un an, grâce à la progression de leurs prix moyens.
- (2) La variation de la juste valeur des immeubles est en baisse de 198 m€ sur l'exercice. Elle est liée à la baisse des valeurs d'expertises sur l'exercice (Cf. partie 3.4.2) :

m€	31/12/2022	31/12/2023	Var Val	Var %
Hôtels en bail	83	-195	-277	-335%
Autres activités (non significatives)	3	-2	-5	-151%
Murs et Fonds	6	-1	-8	-123%
Total variation de juste valeur	92	-198	-290	-314%

- (3) L'évolution des taux a généré une variation des instruments financiers actif de -67 m€ au 31 décembre 2023 (-72,3 m€ si on intègre la variation de valeur du Cross Currency Swap comptabilisée en capitaux propres).
- Le groupe Covivio Hotels utilise des instruments dérivés pour la couverture de ses dettes à taux variable contre le risque de taux (couverture de flux de trésorerie futurs) et le risque de change.

Au premier trimestre 2024, la croissance se poursuit avec une hausse des revenus hôtels de +4,6% à périmètre constant et +2,6% à périmètre courant sur le trimestre, soit des revenus hôtels de 64,4 m€ en part du groupe :

m€	T1 2023 PdG	T1 2024 PdG	Variation (%) PdG	Variation PdG à PC
Revenus fixes	45,2	47,4	4,9%	5,3%
Revenus variables	17,5	17,0	-3,2%	2,8%
Revenus des hôtels	62,7	64,4	2,6%	4,6%
Non stratégiques (commerces)	1,0	0,9	-9,2%	-9,2%
Total revenus Covivio hotels	63,7	63,7	2,4%	4,4%

Source : Communiqué de presse du 23 avril 2024

Les revenus issus des loyers fixes (57% du patrimoine) progressent de +5,3% à périmètre constant, soutenus par l'effet de l'indexation (4 points) et l'impact positif des opérations d'asset management, notamment la renégociation des baux sur 3 actifs Méliá en Espagne.

Les revenus variables (43% du patrimoine) augmentent de +2,8% à périmètre constant. Cette croissance est portée par les EBITDA des actifs en murs et fonds en Allemagne, qui sont en hausse de +16% sur 1 an.

La durée résiduelle ferme des baux hôtels s'élève à 11,6 ans à fin mars 2024.

-o-O-o-

4. EVALUATION

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes pour apprécier la parité d'échange proposée.

4.1.1 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

L'actif net comptable consiste à estimer la valeur d'une société sur la base de sa situation nette comptable.

Covivio et Covivio Hotels établissent leurs comptes conformément au référentiel IFRS et ont choisi l'option comptable offerte par IAS 40 relative à la comptabilisation des immeubles de placement et des instruments de couverture en juste valeur².

Ce choix a pour résultante la proximité des valeurs d'actif net comptable et d'actif net réévalué EPRA, critère considéré comme une référence pour les sociétés foncières cotées.

La valorisation par l'actif net comptable a été exclue du fait de sa redondance avec celle de l'actif net réévalué EPRA.

4.1.2 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société repose sur la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles.

Aucune des deux sociétés ne produisant de plan d'affaires consolidé, il n'a pas été possible de mettre en œuvre leur évaluation globale par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

Cette approche a été écartée dans la mesure où les experts immobiliers retiennent entre autres une approche par les flux futurs pour valoriser les actifs immobiliers dont la valeur sera retenue dans l'ANR triple net EPRA.

L'application de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie serait donc redondante avec la méthode de l'ANR triple net EPRA que nous utilisons à titre principal.

Pour ces raisons, cette méthode a donc été écartée.

² La norme IAS 40 laisse aux sociétés foncières le choix de comptabiliser l'ensemble de leurs actifs de rendement, soit à la juste valeur, i.e. à la valeur de marché des actifs déterminée à dire d'expert, soit à leur prix de revient amorti en fonction des différents composants constitutifs des bâtiments affectés d'une durée probable d'usage

4.1.3 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Au cas d'espèce, il s'agirait d'analyser le niveau de distribution de deux sociétés et déterminer la parité issue de ces dividendes distribués.

Elle a été considérée comme trop dépendante du taux de distribution retenu.

S'agissant de sociétés foncières SIIC, Covivio et Covivio Hotels sont soumises à l'obligation de distribuer, d'une part, 95% des bénéfices provenant des opérations de location d'immeubles dans l'année suivant leur réalisation, 70% des plus-values fiscales provenant de la cession d'immeubles avant la fin du deuxième exercice suivant leur réalisation et la totalité du dividende des filiales elles-mêmes assujetties au régime SIIC.

Toutefois, les prévisions sur la base desquelles les dividendes sont estimés sont les mêmes que celles utilisées pour calculer les flux de trésorerie d'exploitation.

Cette méthode s'avère donc, pour les mêmes raisons que la méthode DCF, redondante avec les flux pris en compte par les experts immobiliers pour évaluer individuellement les actifs immobiliers.

Elle n'a donc pas été retenue.

4.1.4 Cours cible des analystes

La méthode du cours cible des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers de cours cibles prévisionnels, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur Covivio Hotels ne faisant pas l'objet d'un suivi par les analystes financiers.

4.1.5 Multiples boursiers

L'approche par comparaison boursière consiste à appliquer aux agrégats financiers de Covivio et Covivio Hotels retenus les multiples boursiers observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité.

Compte-tenu de la part significative de revenus générés par Covivio Hotels via l'exploitation de fonds de commerce hôteliers (23% des revenus totaux sur l'exercice 2023), les foncières cotées centrées exclusivement sur la location d'actifs immobiliers ne sont pas directement comparables à Covivio Hotels.

La société suédoise Pandox est la seule société spécialisée dans la détention de murs d'hôtels ainsi que dans l'exploitation de fonds de commerce hôteliers.

L'absence d'échantillon de sociétés comparables suffisamment étoffé rend ainsi l'analyse par multiples non pertinente.

4.1.6 Référence au résultat net récurrent EPRA

La référence au résultat net récurrent consiste à comparer cet agrégat pour les sociétés dont on recherche à établir un rapport d'échange.

Cette référence permet de refléter en un seul agrégat différents aspects d'un portefeuille immobilier (rendement, taux de vacance) à des fins de comparaison. Toutefois, cette référence ne permet pas de tenir compte d'autres aspects essentiels à la comparaison de portefeuilles immobiliers, comme le taux de rendement exigé par les investisseurs pourtant indispensable à une approche de valorisation.

Cette méthode n'a donc pas été mise en œuvre.

4.1.7 Transactions comparables

Cette méthode consiste à valoriser une société en appliquant à ses agrégats les multiples observés sur un échantillon de transactions réalisées sur des sociétés comparables, au regard, en particulier, de leur activité, de leurs perspectives de croissance et de rentabilité et des risques non diversifiables qu'elles supportent.

On observe que les transactions réalisées sous forme d'offre publique en France et en Europe depuis mi-2022 (à environnement de taux d'intérêts comparables) est très restreint précisant qu'aucune de ces opérations ne présente un mix actifs sous-jacents comparables à l'opération Covivio.

Compte tenu du nombre limité d'opérations, de leurs natures diverses observées, cette approche n'a pas été mise en œuvre car son résultat ne serait pas significatif d'un point de vue statistique.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues

4.2.1 Méthodes retenues à titre principal

4.2.1.1 Transaction récente sur le capital

Le 21 février 2024, Covivio et Generali ont signé un accord portant sur l'apport des 8,3% du capital de Covivio Hotels détenus par Generali en échange d'actions nouvelles Covivio.

L'opération sera réalisée sur la base d'une parité de 31 actions Covivio pour 100 actions Covivio Hotels, post détachement des dividendes 2023.

A l'issue de la réalisation de l'apport, Covivio détiendra 52,2% du capital et des droits de vote de Covivio Hotels.

Ces apports ne font mention d'aucune clause particulière susceptible d'être assimilée à un complément de rémunération ou de remettre en cause le traitement égalitaire des actionnaires.

Cette Offre propose la même parité d'échange que celle convenue dans les traités d'apport, à tous les actionnaires de Covivio Hotels qui envisagent de modifier l'allocation de leurs actifs et souhaitent obtenir une liquidité supérieure.

Les actions concernées seront apportées coupon détaché, le dividende de l'exercice 2023 de Covivio Hotels restant acquis aux apporteurs.

Cette opération d'apport a fait l'objet de deux rapports d'un commissaire aux apports, l'un portant sur la valeur des apports, l'autre portant sur l'appréciation de la rémunération des apports, tous deux émis en date du 5 avril 2024.

Dans son rapport sur la rémunération des apports, le commissaire aux apports conclut, sur la base de ses travaux et à la date de son rapport, que le rapport d'échange de 31 actions Covivio pour 100 actions Covivio Hotels (ou 0,31 action Covivio pour 1,0 action Covivio Hotels) arrêté par les parties présente un caractère équitable.

4.2.1.2 Actif Net réévalué EPRA

4.2.1.2.1 Expertises immobilières

Les comptes consolidés au 31 décembre 2023 du groupe Covivio et de Covivio Hotels sont établis en conformité avec les normes et interprétations comptables internationales édictées par l'IASB (International Accounting Standards Board) et adoptées par l'Union européenne à la date d'arrêt.

Ces normes comprennent les IFRS (International Financial Reporting Standards) et IAS (International Accounting Standards) ainsi que leurs interprétations.

Les principes comptables appliqués par Covivio et Covivio Hotels sont conformes à l'option offerte par IAS 40, qui permet une valorisation des immeubles de placement dans les comptes à leur juste valeur hors droits, estimée par plusieurs experts indépendants selon un rythme semestriel.

Les immeubles de placement sont des biens immobiliers détenus en vue de leur location dans le cadre de locations simples ou de la valorisation du capital à long terme (ou les deux).

Les immeubles de placement représentent l'essentiel du patrimoine des deux sociétés.

Les missions d'évaluation sont réalisées conformément au code de déontologie des SIIC, à la Charte de l'Expertise en Évaluation Immobilière (CEEI), aux recommandations du groupe de travail COB/CNCC et au plan international, conformément aux standards promus par l'International Valuation Standards Council (IVSC) ainsi que ceux du Red Book 2014 de la Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS).

Le patrimoine immobilier détenu en direct par le groupe Covivio a été intégralement évalué au 31 décembre 2023 par des experts immobiliers indépendants, dont BNP Real Estate, JLL, CBRE, Cushman, CFE, MKG, REAG et HVS.

Le patrimoine de Covivio Hotels est expertisé par des experts indépendants membres de l'AFREXIM (notamment Cushman, BNP Paribas Real Estate, CBRE, BPCE Expertise, MKG) selon un rythme semestriel, avec deux campagnes réalisées, l'une au 30 juin, l'autre au 31 décembre.

La valorisation est réalisée par application de trois méthodes :

- Approche par DCF (variante de la méthode par capitalisation) : valeur du bien déterminée en fonction des revenus bruts et des charges qu'il va générer dans le futur, la période d'analyse étant fixée en fonction de la qualité de l'actif.
- Approche par capitalisation du revenu : application d'un taux de capitalisation au revenu locatif.
- Approche par comparaison : référence aux prix pratiqués dans le secteur géographique considéré pour des locaux similaires ou comparables, la comparaison s'effectuant à partir d'une unité de mesure pertinente pour le bien considéré (surface, nombre de locaux).

Les méthodes d'évaluation employées par les experts immobiliers pour valoriser Covivio et Covivio Hotels nous semblent appropriées.

Leur application, conforme aux usages professionnels, n'appelle pas de commentaire particulier.

4.2.1.2.2 ANR EPRA

L'approche par l'Actif Net Réévalué (ANR) EPRA, qui consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et des passifs au bilan de la société, constitue une référence centrale pour la valorisation de sociétés foncières.

Les rapports d'évaluation au 31 décembre 2023 des actifs immobiliers les plus significatifs nous ont été transmis.

Dans leur communication, Covivio et Covivio Hotels suivent les recommandations de l'European Public Real Estate Association (EPRA) et distinguent l'EPRA NRV³, l'EPRA NTA⁴ et l'EPRA NDV⁵.

Nous avons échangé avec la Société concernant les perspectives et anticipations relatives à ces actifs, notamment concernant les conditions de renouvellement ou de recommercialisation et le montant des travaux de rénovation estimés afin de garantir la qualité attendue par les locataires de ces actifs.

Nous nous sommes assurés par des tests de sensibilité que des hypothèses alternatives ne remettraient pas en cause les prévisions formulées par les experts et les valeurs obtenues.

Rappelons enfin que les valeurs vénale des actifs sont inscrites dans les bilans consolidés des sociétés parties à l'offre publique d'échange, lesquels ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes.

Dans ce contexte, nous retenons pour les besoins de nos analyses, comme valeur des actifs, les valeurs vénale issues des rapports des experts immobiliers.

Nous n'avons pas retenu d'ajustements sur les autres éléments d'actifs et de passifs ni sur les éléments de passage conduisant de la valeur comptable des fonds propres aux valeurs des ANR EPRA publiés par les sociétés.

Dès lors, nous retenons comme valeur des titres des sociétés Covivio et Covivio Hotels les ANR EPRA par action, tels qu'ils sont publiés au 31 décembre 2023.

Les ANR EPRA par action publiés au 31 décembre 2023 sont les suivants :

³ EPRA NRV : L'EPRA NRV (Net Reinvestment Value) vise à mettre en évidence la valeur des actifs nets à long terme et à représenter la valeur nécessaire pour reconstituer l'entité en faisant l'hypothèse d'une absence de cession d'actifs.

⁴ EPRA NTA : EPRA NTA (Net Tangible Value) reflète uniquement les actifs corporels de la Société et suppose que les sociétés achètent et vendent une partie de leurs actifs, cristallisant ainsi certains passifs d'impôts différés et droits de mutation inévitables. Par définition, l'EPRA NTA a pour objectif d'évaluer uniquement les actifs corporels et n'intègre donc pas, en ce qui concerne Klépierre, la juste valeur des sociétés de gestion (contrairement aux anciens indicateurs ANR EPRA et ANR triple net EPRA).

⁵ EPRA NDV : L'EPRA NDV (Net Disposal Value) a pour objectif de représenter la valeur pour les actionnaires dans le cadre d'une vente d'entreprise ordonnée, où l'intégralité des passifs afférents aux droits de mutation, aux impôts différés, aux instruments financiers et à certains autres ajustements sont calculés en écartant toute optimisation fiscale. Les actifs incorporels sont exclus de cette méthodologie.

m€	Covivio	Covivio Hotels
Capitaux propres Groupe - Comptes IFRS	7 957	3 387
Réévaluation des actifs en exploitation (hôtels) nette d'impôts différés	175	143
Juste valeur des instruments financiers bruts	807	259
Impôts différés sur retraitements	-235	-109
Droits de mutations non optimisés	623	235
EPRA NRV	9 327	3 915
Impôts différés sur les actifs ne devant pas être conservés à long terme	-773	-214
Goodwill et actifs incorporels au bilan	-68	-115
Droits de mutations non optimisés	-16	-35
EPRA NTA	8 470	3 551
Optimisation des droits de mutations	-34	-45
Actifs incorporels au bilan	18	0
Juste valeur des dettes à taux fixe (hors spread de crédit) nets d'impôt	318	97
Juste valeur des instruments financiers bruts	235	109
Impôts différés	-607	-200
EPRA NDV	8 400	3 512
Nombre d'actions fin de période	100 658 623	148 141 452
EPRA NRV / Action (en €)	92,7	26,4
EPRA NTA / Action (en €)	84,1	24,0
EPRA NDV / Action (en €)	83,5	23,7

Pour calculer la parité d'échange, nous retraitons le dividende devant être distribué par Covivio et Covivio Hotels au titre de l'année 2023 afin d'obtenir un ANR EPRA par action coupon détaché, les ANR EPRA par action au 31 décembre 2023 présentés ci-dessus n'intégrant pas cette distribution.

Au titre de l'exercice 2023, le dividende prévu par Covivio Hotels est de 1,3 € par action.

De son côté, Covivio proposera à son assemblée générale annuelle du 17 avril 2024 une option de paiement du dividende en actions.

Le groupe Delfin, le groupe Predica et le groupe Covea (détenant respectivement 27,6%, 8,3% et 7,3% du capital de Covivio) ont communiqué à la société des engagements irrévocables de souscription au dividende en actions.

Les agrégats de Covivio utilisés pour le calcul de la parité d'échange ont ainsi été ajustés sur la base (i) du cours de référence de 38,61 € pour l'émission des actions nouvelles (correspondant à 90% de la moyenne des cours cotés à la clôture des vingt séances de bourse précédant la date de l'assemblée générale, soit du 18 mars au 16 avril inclus, diminuée du montant net du dividende, ce prix étant arrondi au centime d'euro immédiatement supérieur) et (ii) d'une hypothèse de taux de souscription au paiement en actions de 50% à 75%, hors actions auto-détenues et sur la base de la répartition du capital au 11 avril 2024.

Les agrégats dilués sont calculés sur la base d'une hypothèse d'émission minimale de 4 283 311 actions nouvelles et maximale de 6 424 966 actions nouvelles.

Les ANR EPRA par action des sociétés Covivio et Covivio Hotels et la parité en découlant ont été calculés de la façon suivante :

	ANR EPRA 31/12/2023	Nbre d'actions diluées	ANR EPRA par action	ANR EPRA ap div Hyp 1	ANR EPRA ap div Hyp 2
EPRA NRV Covivio	9 327	100 758 774	92,6	85,5	87,5
EPRA NTA Covivio	8 470	100 758 774	84,1	77,5	79,3
EPRA NDV Covivio	8 400	100 758 774	83,4	76,8	78,7
EPRA NRV Covivio Hotels	3 915	148 141 452	26,4	25,1	25,1
EPRA NTA Covivio Hotels	3 551	148 141 452	24,0	22,7	22,7
EPRA NDV Covivio Hotels	3 512	148 141 452	23,7	22,4	22,4
Parité EPRA NRV				29%	29%
Parité EPRA NTA				29%	29%
Parité EPRA NDV				29%	28%
Prime EPRA NRV vs la parité d'échange de 31%				5,4%	8,0%
Prime EPRA NTA vs la parité d'échange de 31%				6,0%	8,5%
Prime EPRA NDV vs la parité d'échange de 31%				6,2%	8,9%

Selon cette approche, la parité induite par les ANR EPRA par action s'établit dans une fourchette comprise entre 28% et 29%. La parité offerte aux actionnaires dans le cadre de l'Offre de 31% extériorise ainsi une prime comprise entre 5,4% et 8,9% sur la base des ANR EPRA au 31 décembre 2023.

Nous avons également mis en œuvre des analyses de sensibilité des ANR EPRA aux variations de taux.

Compte tenu de l'inertie entre la remontée des taux d'intérêts, des taux de capitalisation et de leur prise en compte par les experts immobiliers, il nous semble probable que les valeurs d'expertise au 31 décembre 2023 n'intègrent pas encore pleinement les taux actuels, notamment sur les actifs de bureaux.

A ce titre, on observe par exemple que le taux de rendement net initial des bureaux de Paris/Neuilly/Levallois s'est établi à 4,5% en 2023, alors que les rendements publiés par BNP RE pour le quatrième trimestre 2023 sont également de 4,5% pour Paris prime QCA.

En parallèle, les valeurs hôtelières apparaissent beaucoup plus résilientes, notamment du fait de la très bonne performance du secteur hôtelier en 2023. Les anticipations 2024 apparaissent également bonnes (en raison notamment des jeux olympiques) et devraient permettre le maintien des valeurs d'expertise au 30 juin 2024.

En synthèse, si la correction de valeur sur les actifs de Covivio, notamment les actifs de bureaux, devait se poursuivre au premier semestre 2024, avec en parallèle un maintien des valeur du portefeuille d'hôtels, les niveaux de prime affichés précédemment pourraient être réduits.

4.2.2 Cours de bourse (approche secondaire)

4.2.2.1 Analyse de la liquidité

Pour des sociétés dont les titres sont largement répartis dans le public et qui font l'objet de transactions suffisantes et non spéculatives, le cours de bourse est un indicateur à privilégier.

A contrario, ce critère n'est pas approprié lorsque le flottant est limité et/ou lorsque les volumes d'échanges sont insuffisants.

Pour éliminer l'incidence des variations spéculatives, il est prudent de raisonner sur des périodes différentes et suffisamment longues.

En ce qui concerne le cours de référence, il est possible de prendre en compte le cours spot de clôture ou de tenir compte de moyennes (1 mois, 3 mois, 6 mois).

Dans le cadre d'opérations de marché, la référence aux 20 derniers cours de bourse est généralement privilégiée.

4.2.2.1.1 Covivio

A notre connaissance, l'actionnariat de Covivio Hotels se répartit comme suit :

	31/12/2023	%	19/04/2024	%
Flottant	41 325 372	40,9%	46 620 028	44,5%
Groupe Delfin	27 918 616	27,6%	27 918 616	26,6%
Assurances du Crédit Mutuel	8 343 810	8,3%	8 343 810	8,0%
Groupe Crédit Agricole Assurances	8 165 592	8,1%	8 165 592	7,8%
Groupe Covéa	7 365 314	7,3%	7 365 314	7,0%
Blackrock Inc.	7 043 176	7,0%	5 634 196	5,4%
Actions autodétenues	844 509	0,8%	776 917	0,7%
Total	101 006 389	100,0%	104 824 473	100,0%

Source : Document de référence Covivio au 31 décembre 2023 et projet de note d'information

Le capital flottant représentait à la date de l'opération environ 41% du capital.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

	Cloture	CMPV	Volume échangé (k)	% capital échangé	% flottant échangé	Vol moyen échangé par jrs
Spot 21/02/2024	42,0	41,9	145	0,1%	0,4%	145
20 jours	43,0	43,1	2 959	2,9%	7,2%	148
3 mois	45,5	45,5	9 189	9,1%	22,2%	144
6 mois	43,6	43,6	18 626	18,4%	45,1%	143
12 mois	46,3	46,3	37 700	37,3%	91,2%	147

Source : Refinitiv et analyses Abergel & Associés

En cumul sur un an, le nombre de titres échangés s'établit à 37 700 mille titres, représentant 37,3% de la totalité des titres et 91,2% du flottant.

Au regard de ces données, nous pouvons considérer le titre Covivio comme liquide.

4.2.2.1.2 Covivio Hotels

A notre connaissance, l'actionnariat de Covivio Hotels se répartit comme suit :

	31/12/2022	%	31/12/2023	%
Groupe Covivio	64 975 765	43,9%	64 975 765	43,9%
Groupe Crédit Agricole Assurances	24 149 055	16,3%	24 149 055	16,3%
Groupe BNP Paribas Cardif	15 701 102	10,6%	15 701 102	10,6%
Groupe Generali	12 316 445	8,3%	12 316 445	8,3%
ACM Vie	11 473 544	7,7%	11 473 544	7,7%
Sogecap	7 639 782	5,2%	7 639 782	5,2%
Caisse des Dépôts et Consignations	7 985 188	5,4%	7 985 188	5,4%
Flottant	3 889 703	2,6%	3 892 884	2,6%
Autodétention	10 868	0,0%	7 687	0,0%
Total	148 141 452	100,0%	148 141 452	100,0%

Le capital flottant représentait à la date de l'opération 2,6 % du capital, soit une liquidité réduite.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

	Cloture	CMPV	Volume échangé	% capital échangé	% flottant échangé	Vol moyen échangé par jrs
Spot 21/02/2024	16,3	16,3	648	0,0%	0,0%	648,0
20 jours	16,4	16,4	36 615	0,0%	0,9%	1 830,8
3 mois	16,4	16,4	106 415	0,1%	2,7%	1 663
6 mois	16,7	16,7	197 156	0,1%	5,1%	1 516,6
12 mois	17,0	17,0	437 497	0,3%	11,2%	1 709,0

Source : Refinitiv

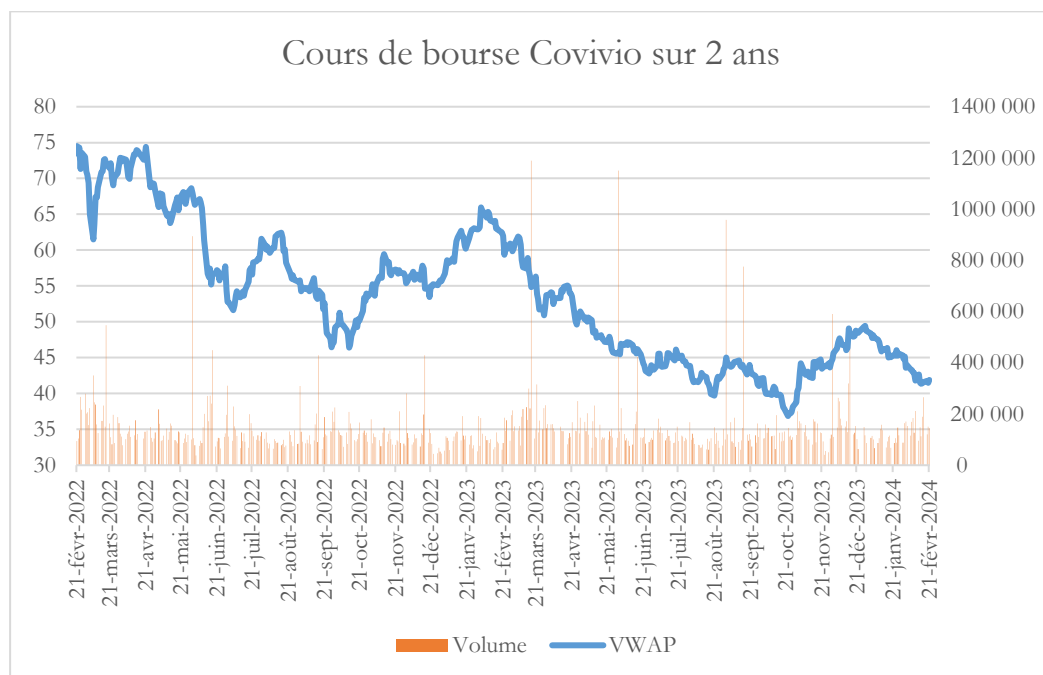
En cumul sur un an, le nombre de titres échangés s'établit à 437 497 titres, représentant 0,3% de la totalité des titres et 11,2% du flottant.

L'analyse de ces données met en exergue la faible liquidité du titre Covivio Hotels.

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

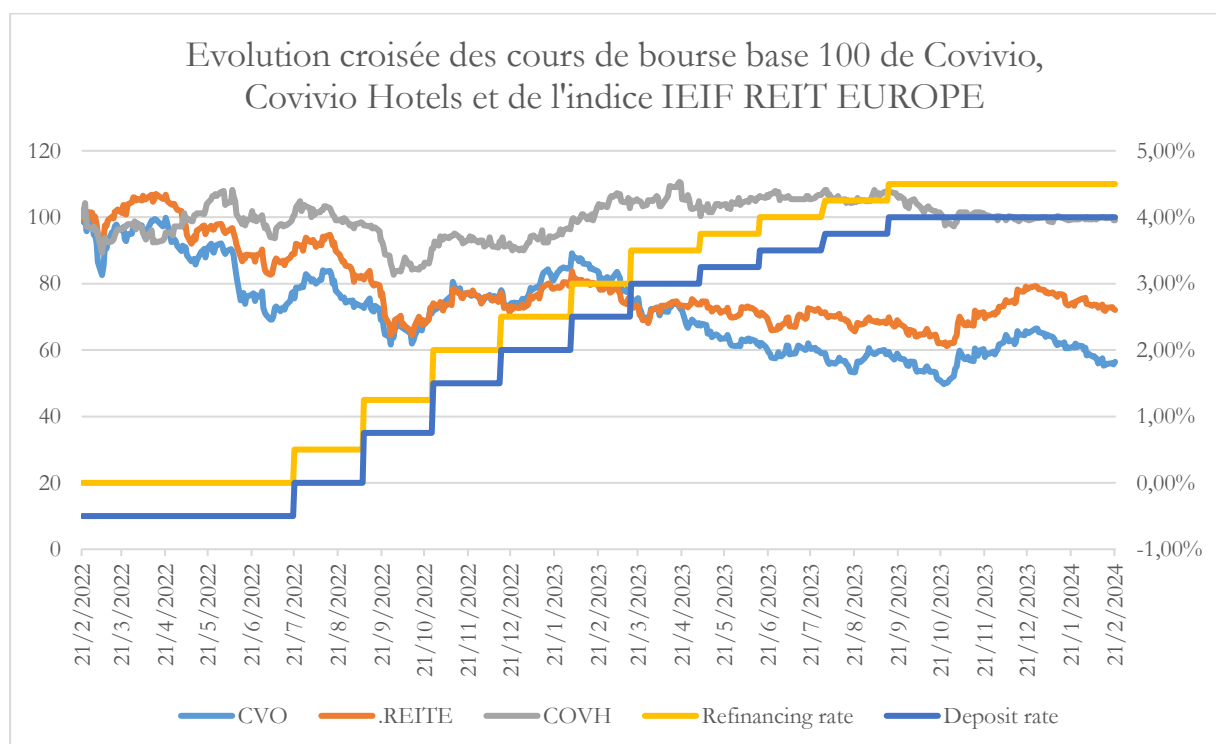
4.2.2.2 Analyse historique du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de Covivio sur deux années est présentée ci-après :



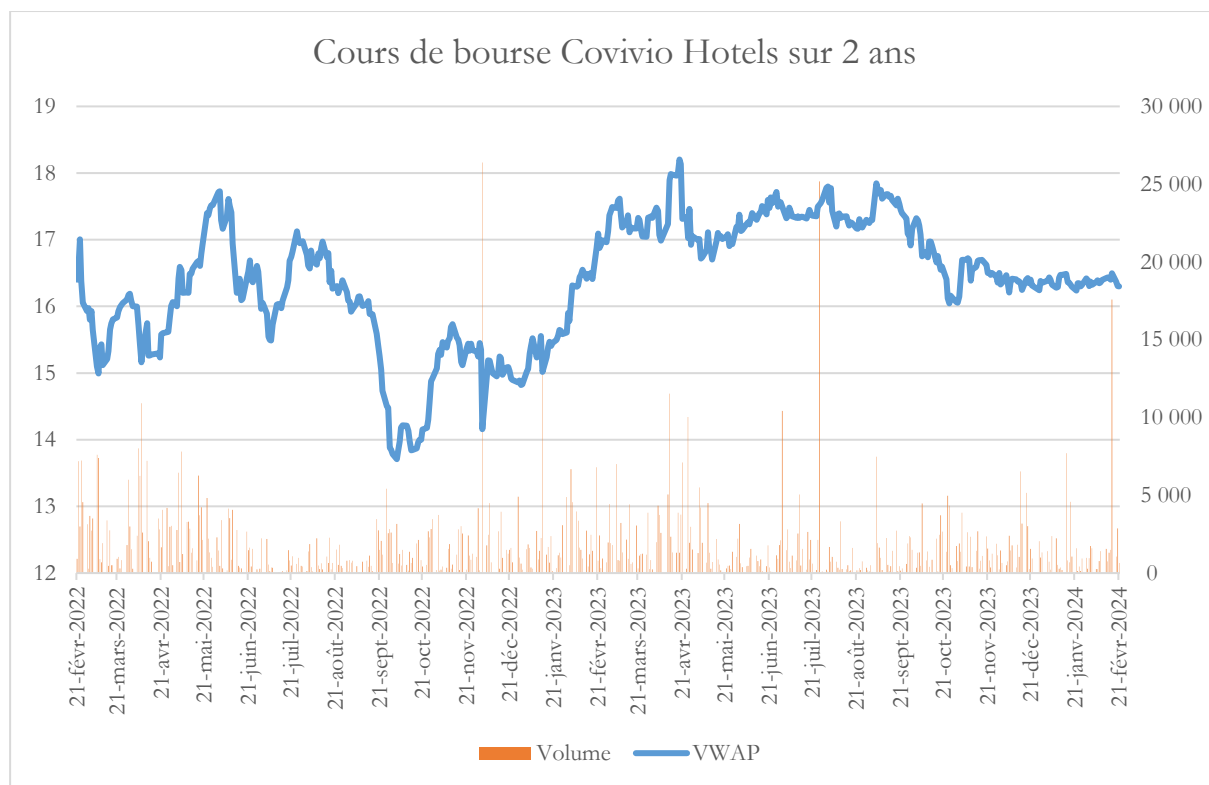
Depuis fin février 2022, le cours de bourse de Covivio a fortement baissé (malgré un rebond en février 2023), passant de 75 € à 42 € en février 2024, soit une baisse de 44%.

L'action Covivio a globalement suivi le même parcours boursier que l'ensemble du secteur des foncières cotées, mais avec une baisse plus prononcée à partir du mois de mars 2023 :



Cette baisse généralisée du secteur des foncières cotées⁶ est à mettre en parallèle de la remontée brutale des taux directeurs de la Banque centrale européenne à partir du mois de juillet 2022.

L'évolution du cours de bourse de Covivio Hotels sur deux années est présentée ci-après :



Sur les deux dernières années, le cours de bourse a oscillé autour de 16 €, avec des points bas à environ 14 € et des points hauts à environ 18 €.

Sur l'année écoulée, le cours de bourse a globalement mieux résisté que Covivio et que l'ensemble du marché. Cette évolution est cohérente avec la meilleure résilience des actifs Hôteliers, qui ont mieux résisté à la hausse des taux.

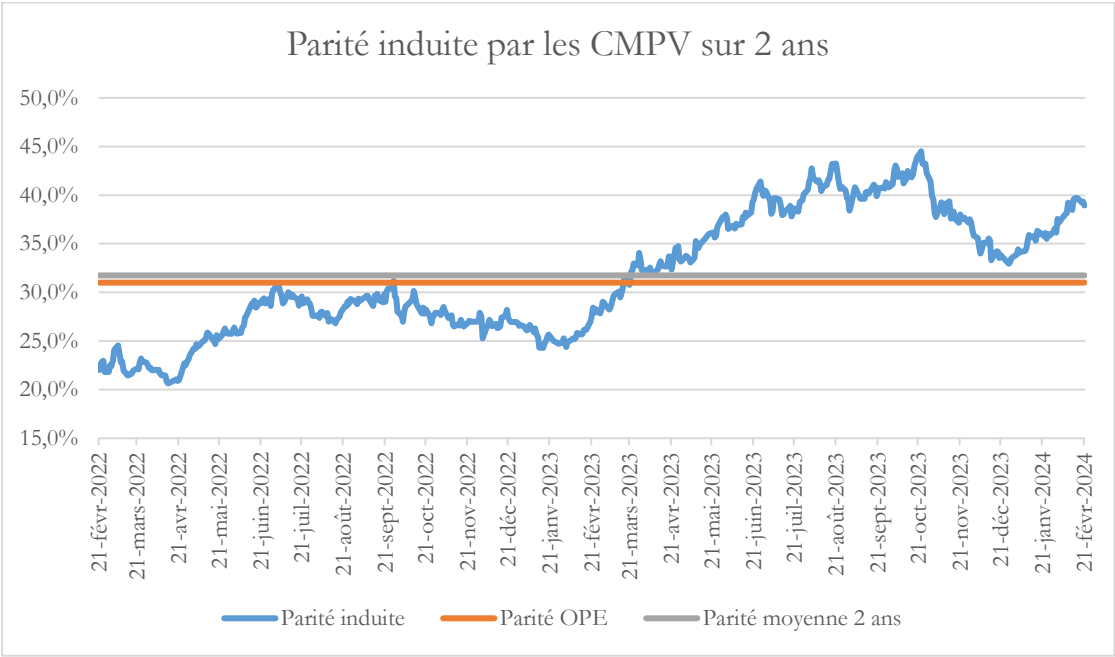
4.2.2.3 Analyse de la parité de cours de bourse

Comme l'illustre le graphique ci-après, au cours des 24 derniers mois, la parité induite des cours de bourse moyens pondérés des sociétés Covivio et Covivio Hotels s'est situé en moyenne (31,7%) autour de la parité proposée (31%).

⁶ L'indice IEIF Europe a pour vocation de représenter l'évolution du marché des sociétés foncières et immobilières européennes.

A la lecture du graphique suivant, on observe deux périodes distinctes :

- Entre le 21 février 2022 et le 21 février 2023, la parité moyenne est d'environ 26,5% (oscillant entre 20,6% et 31,2%), faisant ressortir une prime par rapport à la parité proposée de 31%.
- Entre le 21 février 2023 et le 21 février 2024, la parité moyenne est d'environ 37,1% (oscillant entre 27,8% et 44,5%), faisant ressortir une décote par rapport à la parité proposé de 31%.



Source : Refinitiv et analyses Abergel & Associés

Les parités calculées par la méthode des cours de bourse résultent du rapport entre les différentes moyennes et se présentent comme suit :

€/actions	Covivio	Covivio Hot.	Parité d'échange	Prime/Décote induite par l'offre
Spot 21/02/2024	41,9	16,3	38,9%	-20,3%
CMPV 20 jours	43,1	16,4	38,0%	-18,4%
CMPV 3 mois	45,5	16,4	36,0%	-13,9%
CMPV 6 mois	43,6	16,7	38,2%	-18,9%
CMPV 12 mois	46,3	17,0	36,7%	-15,5%

Source : Refinitiv et analyses Abergel & Associés (CMPV : Cours Moyen Pondéré par les Volumes)

La parité proposée fait ressortir une décote de 20,3% sur le cours au 21 février 2024.

Elle fait ressortir également des décotes sur le cours moyen pondéré 20 jours (-18,4%), ainsi que sur les CMPV 3 mois (-13,9%), 6 mois (-18,9%) et 12 mois (-15,5%).

Si l'on ajuste les parités calculées par la méthode des cours de bourse des dividendes 2023, se présentent comme suit :

€/actions	Covivio après div 3,3 €/action	Covivio Hot. après div 1,3 €/action	Parité d'échange	Prime/Décote induite par l'offre
Spot 21/02/2024	38,6	15,0	38,9%	-20,3%
CMPV 20 jours	39,8	15,1	37,9%	-18,2%
CMPV 3 mois	42,2	15,1	35,8%	-13,3%
CMPV 6 mois	40,3	15,4	38,2%	-18,7%
CMPV 12 mois	43,0	15,7	36,5%	-15,0%

Source : Refinitiv et analyses Abergel & Associés (CMPV : Cours Moyen Pondéré par les Volumes)

Nous avons considéré que le dividende en actions proposé par Covivio ne présentait aucun avantage financier spécifique pour les actionnaires, malgré l'opportunité de pouvoir réinvestir les dividendes à un prix minimum au moins égal à 90% de la moyenne des 20 séances précédant l'assemblée (38,61 €).

En effet, entre le moment où l'assemblée générale vote cette possibilité, le prix d'émission des actions nouvelles et le moment où les actionnaires prennent leur décision, plusieurs semaines s'écoulent. Les fluctuations des cours dans cette période peuvent effacer la décote et rendre plus intéressant pour les actionnaires le paiement en numéraire des dividendes.

Au cas d'espèce, nous avons donc considéré l'impact du dividende sur le cours de bourse sur la base d'un paiement théorique en numéraire.

La parité proposée fait ressortir des décotes comprises entre -13,3 % et -20,3 % selon les périodes considérées. Les niveaux de décotes sont sensiblement identiques à ceux calculés avant détachement du dividende.

Les parités les plus pertinentes sont selon nous celles des cours des 20 jours avant l'annonce, ainsi que celles issues des cours moyens pondérés 3 mois et 6 mois, qui intègrent mieux les dernières informations financières et la situation du marché à la date de l'Offre.

Nous retiendrons en synthèse ces dernières parités pour apprécier la parité d'échange proposée.

Si ces niveaux de décotes peuvent en partie s'expliquer par la meilleure résistance des actifs hôteliers au contexte de taux d'intérêts, ils peuvent également se justifier au regard des niveaux de liquidité très différents des deux actions, étant précisé par ailleurs que Covivio Hotels est une société en commandite par actions au capital organisé par un pacte d'actionnaires et contrôlé par Covivio qui, contrairement à Covivio Hotels, présente une structure actionnariale plus ouverte et sans pacte.

4.2.3 Synthèse des primes et décotes selon les approches retenues

Le principal critère de référence est selon nous celui qui ressort de la rémunération des titres Covivio Hotels apportés par Generali.

Cette rémunération qui s'adresse à un investisseur institutionnel qui apporte 12 316 445 actions Covivio Hotels, représentant 8,31 % du capital de Covivio Hotels, est une référence incontournable pour tout autre actionnaire institutionnel qui souhaiterait apporter à l'Offre un nombre de titres équivalent.

Comme indiqué dans le tableau ci-après, les autres critères retenus font ressortir des primes et décotes comprises entre -18,7 % et +8,5 %, qui encadrent la parité retenue de 31% :

Méthodes de référence	Parité induite	Prime (+) / Décote (-) induite par le rapport d'échange de 31%	Niveau de pondération des approches considérés
Apport titres Cov Hôtels par Generali	31%	0%	A titre principal
EPRA NTA au 31/12/2023	29% / 29%	7,0% - 8,1%	A titre principal
EPRA NDV au 31/12/2023	29% / 29%	7,4% - 8,5%	A titre principal
EPRA NRV au 31/12/2023	29% / 29%	6,5% - 7,6%	A titre principal
CMPV 20 jours	38%	-18,2%	A titre secondaire
CMPV 3 mois	36%	-13,3%	A titre secondaire
CMPV 6 mois	38%	-18,7%	A titre secondaire

Selon notre approche d'évaluation fondée sur l'ANR EPRA, si la correction de valeur sur les actifs de Covivio, notamment les actifs de bureaux, devait se poursuivre au premier semestre 2024, avec en parallèle un maintien des valeur du portefeuille d'hôtels, les niveaux de prime affichés ci-dessus pourraient être réduits.

-o-O-o-

5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

BNP Paribas, agissant en tant que banque présentatrice de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre Public d'Echange (OPE).

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de la banque présentatrice en charge de l'évaluation, pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues. Nous avons obtenu leur rapport d'évaluation.

Comme indiqué dans le tableau de synthèse ci-après, BNP Paribas a retenu trois méthodes ou références à titre principal et deux méthodes à titre indicatif, contre deux à titre principal et une à titre secondaire dans nos travaux :

Méthodes de référence	Parité induite	Prime (+) / Décote (-) induite par le rapport d'échange de 31%	Niveau de pondération des approches considérés
Apport titres Cov Hôtels par Generali	31%	0%	A titre principal
EPRA NTA au 31/12/2023 *	29% / 29%	7,0% - 8,1%	A titre principal
EPRA NDV au 31/12/2023 *	29% / 29%	7,4% - 8,5%	A titre principal
Résultat net récurrent au 31/12/2023	36%	-14,10%	A titre principal
Cours de clôture au 21 février 2024 *	39% / 39%	-19,7% / -20,8%	A titre indicatif
Moyenne pondérée 1 mois *	38% / 38%	-18,0% / -19,1%	A titre indicatif
Moyenne pondérée 3 mois *	36 % / 36%	-13,3% / -14,6%	A titre indicatif
Moyenne pondérée 12 mois *	36% / 36%	-14,1% / -15,5%	A titre indicatif
Plus haut 12 mois *	29% / 29%	4,6% / 6,8%	A titre indicatif
Plus bas 12 mois *	43% / 43%	- 28,3% / -29,0%	A titre indicatif
Multiples de transactions comparables*	27% / 28%	11,6% / 12,8%	A titre indicatif

Source : Projet de Note d'information

* Ajusté de la distribution prévue au titre de l'exercice 2023

Nos travaux respectifs confirment que la parité proposée est identique à celle retenue pour rémunérer les titres Covivio Hotels apportés à Covivio. Par ailleurs, ils ne font ressortir de prime pour l'Offre que sur les ANR EPRA.

5.1 Méthodes retenues à titre principal

5.1.1 La référence à la rémunération des titres apportés à Covivio

Comme la banque présentatrice, nous retenons comme principale référence la rémunération retenue pour les apports de titres Covivio Hotels à Covivio, qui a été fixée à 31 actions Covivio pour 100 actions Covivio Hotels.

Nous estimons également que cet apport constitue une amélioration de la liquidité des apporteurs, en particulier pour Generali et que la parité offerte dans le cadre de la présente Offre présente le même avantage pour tout autre investisseur institutionnel qui souhaiterait à son tour apporter une participation dans Covivio Hotels de poids équivalent.

5.1.2 Méthode de la parité issue de l'ANR EPRA par action

La banque présentatrice a retenu une approche d'évaluation fondée sur la référence aux actifs nets réévalués EPRA, méthode que nous avons également retenue.

A l'instar de nos travaux, la banque présentatrice a effectué ses analyses sur les ANR EPRA NTA et ANR EPRA NDV de Covivio et de Covivio Hotels, ajustés de la distribution du dividende en 2024 au titre de l'exercice 2023.

Covivio a proposé à son assemblée générale annuelle du 17 avril 2024 une option de paiement du dividende en actions.

Le groupe Delfin, le groupe Predica et le groupe Covea (détenant respectivement 27,6%, 8,3% et 7,3% du capital de Covivio) ont communiqué à l'Initiateur des engagements irrévocables de souscription au dividende en actions.

Les agrégats de Covivio utilisés pour le calcul de la parité d'échange ont ainsi été ajustés sur la base (i) du cours de référence de 38,61 € pour l'émission des actions nouvelles (correspondant à 90% de la moyenne des cours cotés à la clôture des vingt séances de bourse précédant la date de l'assemblée générale, soit du 18 mars au 16 avril inclus, diminuée du montant net du dividende, prix arrondi au centime d'euro immédiatement supérieur) et (ii) d'une hypothèse de taux de souscription au paiement en actions de 50% à 75%, hors actions auto-détenues et sur la base de la répartition du capital au 11 avril 2024.

Les agrégats dilués sont présentés sur la base d'une hypothèse d'émission minimale de 4 283 311 actions nouvelles et maximale de 6 424 966 actions nouvelles.

En prenant pour hypothèse la distribution de 1,3 € de dividende par action proposée pour Covivio Hotels.

Pour les besoins de ses analyses, elle s'est ainsi référée aux ANR EPRA communiqués par les deux sociétés et validés par leurs commissaires aux comptes, étant rappelé que les valeurs de marché des actifs immobiliers sont issues des rapports établis par des experts immobiliers.

Nos calculs relatifs aux ANR EPRA NTA et ANR EPRA NDV conduisent aux mêmes résultats que ceux de la banque présentatrice, étant précisé que nous avons également retenu l'ANR EPRA NRV, qui aboutit à des conclusions similaires.

Comme la banque présentatrice, nous examinons les pesées relatives fondées sur l'ANR EPRA des deux sociétés et concluons que la présente Offre fait ressortir des primes comprises entre 7,4% et 8,5 % par rapport à ce critère.

5.1.3 Méthode de la parité issue du RNR EPRA par action

A titre principal, la banque présentatrice établit une pesée relative des résultats nets récurrents, RNR, EPRA par action des deux sociétés.

Cette approche fait ressortir une décote de 14,1 %.

Nous considérons pour notre part que cette approche s'apparente davantage à un exercice d'analyse financière comparative qu'à un exercice d'évaluation proprement dit, sauf à établir un lien reliant ces grandeurs à la valeur, ce qui n'est pas réalisé au cas d'espèce.

Compte tenu de la typologie des actifs sous-jacents, par nature différents en termes de rentabilité et de risques, nous excluons ce type d'approche.

5.2 Méthodes retenues à titre indicatif

5.2.1 Approche par référence aux cours de bourses historiques

La banque présentatrice a retenu le critère du cours de bourse à titre indicatif, compte tenu du très faible niveau de flottant (2,6% du capital) et de liquidité du titre Covivio Hotels (volume moyen quotidien au 31 janvier 2024 de 25,73 € sur les 90 derniers jours, soit 0,04% du flottant).

Le tableau de synthèse des valorisations effectuées par la banque présentatrice et des parités qui en découlent reprend le cours de clôture au 21 février 2024 et les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 12 mois, plus haut 12 mois et plus bas 12 mois.

Pour notre part et pour cette référence, nous privilégions la moyenne des 20 dernières séances, ainsi que les moyennes 3 et 6 mois, car elles intègrent les dernières données de marché.

Par ces approches, nous parvenons à une conclusion globalement identique, en ce que la parité proposée fait ressortir une décote par rapport aux cours moyens calculés avant l'annonce de l'Offre.

Des écarts non significatifs, sans incidence sur nos conclusions, peuvent exister entre nos calculs et ceux de la banque présentatrice, compte tenu des bases de données financières différentes retenues ainsi que du traitement du dividende par action Covivio.

5.2.2 Approche par référence aux multiples de transactions comparables

La banque présentatrice a constitué un échantillon de transactions réalisées sous forme d'offre publique en France et en Europe, avec une branche échange entre 2012 et 2024.

La décote moyenne observée de 4,1% a été appliquée à l'ANR EPRA NTA de Covivio Hotels.

Après détachement du dividende 2023, la valorisation unitaire de l'action Covivio Hotels s'établit à 21,7 €. Elle est comparée à la valorisation unitaire de l'action Covivio selon la méthode de l'ANR EPRA NTA après détachement du dividende 2023, qui s'inscrit dans une fourchette de 78,3 € et 79,1 €.

La parité d'échange se situe alors entre 27% et 28%, soit une prime comprise entre 11,6% et 12,8%.

L'échantillon retenu est construit sur une période relativement longue (depuis 2012) et intègre majoritairement des transactions de plus de deux ans susceptibles d'intégrer des évolutions dans les conditions appliquées dans le cadre de transactions et concernant la valorisation des actifs sous-jacents au regard de l'évolution des taux d'intérêts.

Pour ces raisons, nous n'avons pas retenu cette méthode.

5.3 Méthodes écartées

Les méthodes suivantes n'ont pas été retenues par la banque présentatrice :

- Méthode de l'actif net comptable ;
- Méthode de la valorisation des flux de trésorerie actualisés (« DCF ») ;
- Méthode de l'actualisation des flux de dividendes ;
- Méthode du cours cible des analystes ;
- Méthode des Multiples boursiers de sociétés comparables.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le rejet de ces méthodes, ayant nous-mêmes écarté ces méthodes.

-o-O-o-

6. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE LA PARITE OFFERTE

Le tableau ci-après récapitule les parités d'échange auxquelles nous parvenons, ainsi que les primes et décotes extériorisées par une parité d'échange de 31 actions Covivio pour 100 actions Covivio Hotels proposée dans le cadre de l'Offre :

Méthodes de référence	Parité induite	Prime (+) / Décote (-) induite par le rapport d'échange de 31%	Niveau de pondération des approches considérées
Apport titres Covivio Hôtels par Generali	31%	0%	A titre principal
EPRA NTA au 31/12/2023	29% / 29%	7,0% - 8,1%	A titre principal
EPRA NDV au 31/12/2023	29% / 29%	7,4% - 8,5%	A titre principal
EPRA NRV au 31/12/2023	29% / 29%	6,5% - 7,6%	A titre principal
CMPV 20 jours	38%	-18,2%	A titre secondaire
CMPV 3 mois	36%	-13,3%	A titre secondaire
CMPV 6 mois	38%	-18,7%	A titre secondaire

Afin d'apprécier la parité d'échange proposée par l'Offre, nous avons mis en œuvre une approche multicritères qui a reposé principalement sur la parité d'échange entre les deux sociétés parties à l'opération, extériorisée par les ANR EPRA, ainsi que sur l'analyse de la parité d'échange retenue à l'occasion de l'apport effectué par Generali et des cours de bourse.

Ces critères et méthodes d'évaluation font ressortir des parités d'échange comprises entre 29% et 38%, soit respectivement une prime maximum de 8,5 % et une décote maximum de 18,7 %.

Les résultats des différentes méthodes d'évaluation retenues, soit à titre principal, soit à titre secondaire, encadrent la parité proposée. Ils extériorisent des primes sur l'approche patrimoniale (ANR EPRA) et des décotes sur les parités issues des cours de bourse.

Covivio n'envisageant ni fusion ni retrait obligatoire, cette Offre nous paraît fournir aux actionnaires désireux de modifier l'allocation de leurs actifs une possibilité de se positionner sur un titre plus liquide, dans des conditions financières identiques à celles dont ont bénéficié les entités ayant participé à l'opération d'apport.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que les termes de l'offre publique d'échange, proposant une parité d'échange de 31 actions Covivio pour 100 actions Covivio Hotels, sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de Covivio Hotels.

Fait à Paris, le 13 mai 2024

Jean-Noël MUNOZ



Annexe 2

Avis du CSE

**UES COVIVIO
COMITÉ SOCIAL & ECONOMIQUE**

Réunion extraordinaire du jeudi 25 avril 2024

PROCES- VERBAL

Les membres du Comité Social & Economique de l'Unité Economique et Sociale Covivio se sont réunis le **jeudi 25 avril à 12h**, à Paris, sous la présidence d'Yves MARQUE, Secrétaire général.

Etaient présents

Les membres du CSE

Christine Caboche
Carole Descarnongle
Charles-Henri Le Grelle
Florence Longuet
Caroline Lerond
Ludovic Sautré
Pascal Thépaut
Frédéric Bezon (suppléant)
Jean-Hubert Chaupard (suppléant)

Etaient absents

Sékolène Chrzastek
Stéphane Jacquot
Jean-Louis Liardo
Zahia Mamache

Présidait cette réunion :

Yves Marque, Secrétaire général

Assistait également à cette réunion :

Elsa Canetti, Directrice des Ressources Humaines

CD

Yves Marque remercie les élus de leur réponse à la convocation qui leur a été adressée et rappelle que cette réunion extraordinaire du CSE a pour objet de les consulter sur le projet d'offre publique d'échange concernant la société Covivio Hotels (opération « Stendhal »). Il rappelle également que l'opération a été précédemment évoquée lors de la réunion ordinaire du 19 mars 2024.

Il fait état des documents d'information adressés aux membres du CSE et précise que l'offre étant initiée par la société Covivio visant les actions de la société Covivio Hôtels, c'est en tant que représentants des salariés de cette dernière société qu'ils sont appelés à rendre un avis.

Le 21 février 2024 un accord a été signé pour l'acquisition de la participation de Generali (8,3 %) dans Covivio Hotels par le biais d'un échange d'actions. Yves Marque indique que les actions détenues par Générali ont bien été remises à Covivio vendredi 19 avril au soir, en échange d'actions Covivio, selon une parité d'échange de 31 actions Covivio à émettre contre 100 actions Covivio Hôtels apportées.

Concomitamment à cet échange, et de manière obligatoire, un projet d'offre publique d'échange a été déposé à l'AMF, afin que tous les actionnaires de Covivio Hôtels puissent participer à cet échange, selon la même parité, s'ils le souhaitent. Les élus du CSE confirment avoir pris connaissance de ce projet qui leur a été transmis le 19 avril.

Les élus souhaitent savoir si cette offre sera suivie par les actionnaires et quel serait l'impact si tous souhaitaient participer. Yves Marque indique que cette hypothèse est peu probable compte tenu des conditions, seul les cours de Bourse des deux titres pourraient faire évoluer leur position. Néanmoins l'impact d'une telle hypothèse a été étudié (page 4 de la présentation), avec pour conséquence un renforcement encore plus important de l'hôtellerie au sein du groupe (+15 pts, versus +3 pts dans l'hypothèse de l'échange Générali seul). Le 13 mai se tiendra le Conseil de Covivio Hotels qui donnera un avis motivé sur l'OPE, et lors duquel les actionnaires de Covivio Hotels représentés au Conseil annonceront leur intention d'apport ou de non-apport à l'offre.

Yves Marque confirme aux élus que l'offre publique d'échange n'a aucun impact social, organisationnel ou environnemental.

Aucune autre question n'est posée. Les élus estiment avoir suffisamment d'information pour rendre un avis.

Considérant d'une part que le projet n'a pas d'impact social, et d'autre part qu'il va dans le sens d'un renforcement des liens capitalistiques entre la société Covivio Hôtels et la société Covivio, les élus du CSE se prononcent en faveur du projet. L'avis du CSE est favorable à l'unanimité, aucun élu ne souhaitant s'opposer ni s'abstenir.

La séance est levée à 12h30



Carole DESCARNONGLE

Secrétaire du Comité Social & Economique
