



Ledouble

TERREÏS

29 rue Marbeuf
75008 PARIS

RAPPORT AUX ACTIONNAIRES

ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DU 6 MAI 2019

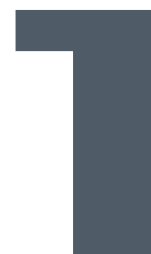
Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 514 400 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



Sommaire

<u>1.</u>	<u>INTRODUCTION</u>	<u>7</u>
1.1.	Contexte et termes de l'Opération	7
1.2.	Contours de la mission d'expertise indépendante	8
1.3.	Indépendance et compétence de Ledouble	10
1.4.	Diligences effectuées	10
1.5.	Limites de la Mission	12
1.6.	Plan du Rapport aux Actionnaires	12
1.7.	Conventions de présentation	13
<u>2.</u>	<u>PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION</u>	<u>14</u>
2.1.	Sociétés prenant part à l'Opération	14
2.2.	Répartition du capital	15
2.3.	Périmètre et calendrier de l'Opération	17
2.4.	Financement de l'Opération	18
2.5.	Accords et opérations connexes à l'Opération	18
<u>3.</u>	<u>PRÉSENTATION DE TERREÏS</u>	<u>19</u>
3.1.	Caractéristiques du marché de l'investissement en immobilier d'entreprise en France	19
3.2.	L'immobilier de bureaux en Île-de-France	20
3.3.	Positionnement de Terreïis sur son secteur	21
3.4.	Performance historique du Groupe	21
<u>4.</u>	<u>ÉVALUATION DU PORTEFEUILLE</u>	<u>27</u>
4.1.	Données structurantes	27
4.2.	Appréciation du Prix de la Transaction	28
<u>5.</u>	<u>ÉVALUATION DE L'ACTION AVANT LA TRANSACTION</u>	<u>29</u>
5.1.	Données structurantes de l'Évaluation	29
5.2.	Méthodes d'évaluation écartées	31
5.3.	Référence au cours de bourse et objectifs de cours des analystes	33
5.4.	Actif Net Réévalué (ANR)	35
5.5.	Multiples boursiers de sociétés comparables	36

5.6.	Primes et décotes d'ANR sur les offres publiques comparables	39
5.7.	Synthèse de l'Évaluation	41
<u>6.</u>	<u>APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE ADP ET DES DISTRIBUTIONS ADP</u>	<u>42</u>
<u>7.</u>	<u>CONCLUSION</u>	<u>43</u>

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Actifs sous Promesse	Actifs dont la cession est prévue entre le 1 ^{er} janvier 2019 et la Date de Réalisation
Action(s)	Action(s) de Terreïs (AO et ADP)
Actionnaires	Actionnaires de Terreïs
Action(s) de préférence	ADP et ADP 2
ADP ou Action(s) de Préférence	Action(s) de préférence de Terreïs
ADP 2	Action(s) de préférence de catégorie 2 de Terreïs
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif net comptable
Annonce	Annonce de l'Opération en date du 12 février 2019
ANR	Actif net réévalué
ANNNR	Actif net réévalué triple net
ANR de liquidation	ANR hors frais d'acquisition théoriques = hors droits de mutation sur les titres et les immeubles de placement
ANR de remplacement	ANR frais d'acquisition théoriques inclus = droits et frais d'acquisition des actifs inclus
AO ou Action Ordinaire(s)	Action(s) ordinaire(s) Terreïs
Apports	Apports mixtes par Terreïs des actifs du Portefeuille au profit de sociétés <i>ad hoc</i> à constituer par Swiss Life AG ou entités s'y substituant
Assemblée Générale	Assemblée générale mixte des Actionnaires convoquée le 6 mai 2019, à titre consultatif dans le cadre de la Transaction et en perspective de l'OPRA
Attestation d'Équité	Appréciation du caractère équitable de l'OPRA suivie, le cas échéant, de l'OPR-RO
BALO	Bulletin des Annonces Légales Obligatoires
Bénéficiaire(s)	Entités bénéficiaires des Apports
BFR	Besoin en fonds de roulement
Cédant	Terreïs
Cessionnaire	Swiss Life AG
Cible	Terreïs
CMPV	Cours moyen pondéré par les volumes
Communiqués	Communiqués de presse de Terreïs du 12 février 2019 et du 29 mars 2019
Comparables Boursiers	Gecina, Société Foncière Lyonnaise, CeGeREAL, Société de la Tour Eiffel, Immobilière Dassault
Comparables Transactionnels	Selectirente (2019), ANF Immobilier (2017), Eurosic (2017), Foncière de Paris (2016), Foncière des Murs (2016 et 2015), CeGeREAL (2016)
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de Terreïs
Conseil financier	Goldman Sachs Paris Inc. & Cie
Conseils juridiques	Pour Ovalto et Terreïs : Godet & Associés (G&A), membre du réseau Stance Avocats ; Weil, Gotshal & Manges LLP Pour Swiss Life AG : Gide Loyrette Nouel

Contrat(s)	Traité(s) d'Apport, Contrat(s) de Vente et Contrat(s) de Gestion Locative
Contrat(s) de Vente	Contrat(s) de cession par Terreïs à chaque Bénéficiaire des actions reçues en rémunération des Apports
Contrat de Gestion Locative	Contrat de gestion locative entre les Bénéficiaires et Imodam SAS
Croissant Ouest	La Défense, Péri-Défense, Neuilly-sur-Seine, Levallois-Perret, Boucle Sud et Boucle Nord
Date de Réalisation	Date de réalisation de la Transaction
DCF	<i>Discounted Cash-Flows</i>
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
DDR	Document de référence
Direction de Terreïs	Directeur général et responsable du patrimoine de Terreïs
Direction d'Ovalto	Président du Directoire et direction financière d'Ovalto
Distributions	25,38 € par Action Ordinaire
Distributions ADP	25,56 € par ADP
Distribution aux Actionnaires	60,0 € par Action Ordinaire
Distribution aux Actionnaires ADP	63,9 € par ADP
Dividendes hors Transaction	0,13 € par Action Ordinaire
Dividendes Transaction	24,49 € par Action Ordinaire
EPRA	<i>European Public Real Estate</i>
Établissements Présentateurs	Établissements présentateurs de l'OPRA
Évaluation	Évaluation multicritère de l'Action Ordinaire avant la Transaction
Experts Immobiliers	Catella Valuation et CBRE
GAV	<i>Gross Asset Value</i>
Groupe	Terreïs et ses filiales
HD	Hors droits
ICC	Indice du coût de la construction
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
ILAT	Indice des loyers des activités tertiaires
ILC	Indice des loyers commerciaux
Initiateur	Ovalto
JV	Juste valeur
K€	Millier d'euros
Ledouble	Ledouble SAS
M€	Million d'euros
Md€	Milliard d'euros
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de la Transaction puis de l'OPRA suivie, le cas échéant, de l'OPR-RO
Note d'Information	Note d'information de Terreïs relative à l'OPRA
Opération	Transaction suivie de l'OPRA et, le cas échéant, de l'OPR-RO

OPRA	Offre publique de rachat d'actions par Terreïs subséquente à la Transaction
OPR	Offre publique de retrait
OPR-RO	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire subséquente, le cas échéant, à l'OPRA
Période Explicite	Horizon des prévisions du PMT (2019-2030)
PMT	Plan à moyen terme de Terreïs
Portefeuille	Actifs cédés par Terreïs à Swiss Life AG dans le cadre de la Transaction
<i>Prime</i>	Biens jugés d'excellente qualité, constituant le marché dit « <i>prime</i> »
Prix d'Offre	34,62 € par Action Ordinaire (coupon détaché)
Prix d'Offre ADP	38,34 € par ADP
Prix de la Transaction	1,7 Md€
Protocole	Protocole d'accord conclu entre Terreïs et Swiss Life AG en date du 12 février 2019
QCA	Quartier central des affaires dans Paris ¹
Rapport aux Actionnaires	Appréciation du caractère équitable de la Transaction
RCS	Registre du commerce et des sociétés
RO	Retrait obligatoire
SAS	Société par Actions Simplifiée
SIIC	Société d'investissement immobilier cotée
Société	Terreïs
Solde Dividendes 2018	0,76 € par Action Ordinaire
Traité(s) d'Apport	Traité(s) à déposer dans le cadre de la réalisation des Apports
Transaction	Cession de 28 actifs immobiliers de Terreïs à Swiss Life AG au Prix de la Transaction
Valeur du Portefeuille	Valeur hors droits des actifs cédés par Terreïs à Swiss Life AG dans le cadre de la Transaction
VE	Valeur d'entreprise

¹ Quartier couvrant le périmètre des 1^{er}, 2^{ème}, 8^{ème}, 9^{ème}, 16^{ème} et 17^{ème} arrondissements de Paris, délimité à l'ouest par la Porte Maillot, l'avenue de Malakoff et le Trocadéro ; au nord par la Porte Champerret, l'avenue de Villiers, la rue de Constantinople, la rue de Londres et la rue Saint Lazare ; à l'est par la rue Montmartre et la rue du Louvre ; au sud par la rue de Rivoli (source : Immostat).

1. Introduction

Dans le cadre de l'Opération telle que définie ci-après, nous rendons compte dans le présent rapport des diligences que nous avons été amenés à réaliser, conformément à la position-recommandation n°[2015-05](#) de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), pour émettre un avis sur le caractère équitable des termes de la cession par Terreïs (le « **Cédant** » ou la « **Société** ») à Swiss Life AG (le « **Cessionnaire** ») de 28 actifs immobiliers (la « **Transaction** ») qui sera suivie d'une offre publique de rachat par la Société de ses propres actions (l' « **OPRA** ») et, le cas échéant, d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (l' « **OPR-RO** ») initiée par son actionnaire de référence Ovalto (l' « **Initiateur** »).

1.1. Contexte et termes de l'Opération

Par communiqués de presse en date du [12 février 2019](#) et du [29 mars 2019](#) (les « **Communiqués** »), Terreïs a annoncé puis précisé les conditions de l'« **Opération** » comportant 3 étapes successives :

- la **Transaction** portant, aux termes d'un protocole d'accord signé le 12 février 2019 entre Terreïs et Swiss Life AG (le « **Protocole** »), sur 28 actifs immobiliers représentant environ 72% du patrimoine de Terreïs au 31 décembre 2018 (le « **Portefeuille** »), pour un prix de 1,7 Md€ hors droits (le « **Prix de la Transaction** »), faisant suite à une offre non sollicitée de Swiss Life AG et externalisant une prime de **6,7%** par rapport à la valeur d'expertise au 31 décembre 2018 (hors droits ou « **HD** ») du Portefeuille ; la Transaction s'accompagnera :
 - du versement du dividende correspondant aux obligations légales de distribution imposées par le régime des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) du fait de la Transaction, soit **24,49 €** par action ordinaire (les « **Dividendes Transaction** »),
 - du versement du dividende correspondant aux obligations légales de distribution imposées par le régime SIIC entre janvier 2019 et le mois de réalisation de la Transaction, attendue en mai 2019, soit **0,13 €** par action ordinaire (les « **Dividendes hors Transaction** »), et
 - du versement du solde du dividende au titre de l'exercice 2018, soit **0,76 €** par action ordinaire (le « **Solde Dividendes 2018** ») ;

l'ensemble de ces versements de dividendes concomitants² (les « **Distributions** ») représentant **25,38 €** par action ordinaire (l'« **Action Ordinaire** » ou « **AO** » ou ensemble les « **Actions Ordinaires** »), à majorer d'un montant de **0,18 €** au titre de l'exercice 2018 pour les actions de préférence (les « **Actions de Préférence** » ou « **ADP** »), représentatif du droit de dividende prioritaire dont les porteurs d'ADP bénéficient statutairement, soit **25,56 €** par ADP (les « **Distributions ADP** ») ;

- l'OPRA subséquente à la Transaction au prix de **34,62 €** par Action Ordinaire coupon détaché (le « **Prix d'Offre** », à majorer d'un montant de **3,72 €** par ADP, représentatif du montant maximum de la prime de conversion dont les porteurs d'ADP bénéficient statutairement, soit **38,34 €** par ADP (le « **Prix d'Offre ADP** ») ;

² Dans le calendrier envisagé, le paiement des Distributions et des Distributions ADP est prévu avec le règlement-livraison de l'OPRA à l'horizon fin juillet 2019 (§ 2.3.2).

Ovalto, qui détient près de 54% du capital de Terreïs, a fait part de son intention de ne pas apporter sa participation à l'OPRA afin de réserver la liquidité à l'ensemble des Actionnaires minoritaires de la Société, M. Fabrice Paget-Domet, Directeur Général de Terreïs ayant pour sa part déclaré que « *sous réserve des conclusions de l'expert indépendant, j'apporterai mes actions Terreïs à l'offre publique qui sera déposée* »³ ;

- l'OPR-RO susceptible d'être initiée par Ovalto en fonction du résultat de l'OPRA, au Prix d'Offre de **34,62 €** par Action Ordinaire et au Prix d'Offre ADP de **38,34 €** par ADP.

En tenant compte des Distributions, des Distributions ADP, du Prix d'Offre et du Prix d'Offre ADP, les Actionnaires minoritaires de la Société percevront ainsi respectivement **60,0 €** par Action Ordinaire (la « **Distribution aux Actionnaires** ») et **63,9 €** par ADP (la « **Distribution aux Actionnaires ADP** »).

1.2. Contours de la mission d'expertise indépendante

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 12 février 2019 par le conseil d'administration de Terreïs (le « **Conseil d'Administration** ») en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable des étapes susvisées de l'Opération (la « **Mission** ») conformément à :

- la position-recommandation n°[2015-05](#) de l'AMF sur « les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs », pour ce qui concerne la Transaction ; et
- l'article [261-1 I](#)⁴, alinéas 1°, 3°, 4° et 5°, et II⁵ du règlement général de l'AMF, pour ce qui concerne l'OPRA suivie, le cas échéant, de l'OPR-RO.

Le présent rapport, émis pour l'information des Actionnaires réunis en assemblée générale mixte le 6 mai 2019 (le « **Rapport aux Actionnaires** »), rend compte de notre appréciation à ce jour du caractère équitable des termes de la Transaction et, conformément aux termes du Communiqué de presse de Terreïs du [29 mars 2019](#), sera mis en ligne sur le site internet de Terreïs le 12 avril 2019.

³ Source : Communiqué de presse de Terreïs du [12 février 2019](#).

⁴ Extraits de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;

[...]

3° Lorsque l'actionnaire qui la contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce n'apporte pas ses titres à une offre publique de rachat lancée par la société sur ses propres titres ;

4° Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ;

5° Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

[...] ».

⁵ Article 261-1 II du règlement général de l'AMF :

« La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16 ».

Nos travaux n'ont pas encore couvert l'ensemble des diligences requises pour l'établissement de l'attestation d'équité telle que définie aux termes de l'article [262-1](#)⁶ du règlement général de l'AMF et qui sera mise à la disposition des actionnaires dans le cadre de la documentation d'offre, afin de permettre *in fine* au Conseil d'Administration de rendre son avis motivé sur l'OPRA qui sera suivie, le cas échéant de l'OPR-RO (l' « **Attestation d'Équité** »), préalablement au dépôt du projet d'OPRA auprès de l'AMF :

- en particulier :
 - nous n'avons pas eu communication des éléments d'appréciation du Prix d'Offre et du Prix d'Offre ADP par les Établissements Présentateurs de l'OPRA ;
 - le résultat consolidé de Terreïs au titre du premier semestre 2019, évalué en fonction des informations que nous avons recueillies à ce jour, est susceptible d'être ajusté postérieurement à l'émission du Rapport aux Actionnaires, l'absence d'opération significative en dehors de la Transaction limitant cependant le risque de dérive du résultat semestriel de l'exercice en cours par rapport aux prévisions ;
 - la valeur du patrimoine immobilier de l'ensemble constitué de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») a été déterminée sur la base des expertises immobilières sous-tendant l'actif net réévalué du Groupe au 31 décembre 2018 ; nous nous y sommes référés pour apprécier la prime offerte par le Cessionnaire sur la valeur hors droits du Portefeuille et, par construction, pour évaluer le patrimoine immobilier résiduel *post* Transaction, en tablant sur la permanence des paramètres de marché ; nonobstant les informations et la documentation dont nous disposons sur la probabilité que ces paramètres restent stables à moyen terme, il n'est toutefois pas à exclure qu'ils puissent évoluer à l'horizon de l'émission de l'Attestation d'Équité ;
 - les conditions suspensives à la réalisation définitive de la Transaction ne sont pas encore formellement levées (§ 2.3.1) ;
- nous solliciterons, avant la remise de l'Attestation d'Équité, la confirmation auprès des représentants de la Société et de l'Initiateur de l'ensemble des éléments significatifs que nous aurons exploités dans le cadre de la Mission⁷ ;
- en conséquence, le Rapport aux Actionnaires est à considérer distinctement de l'Attestation d'Équité que nous délivrerons ultérieurement⁸ et ne peut y être assimilé.

⁶ Article 262-1 du règlement général de l'AMF :

« I. - L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité. Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité.

II. - À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à quinze jours de négociation [l'article 1 de la recommandation AMF n°[2006-15](#) prévoit à cet égard que ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport] ».

⁷ Nous avons à ce stade obtenu la confirmation d'informations se rapportant spécifiquement à la Transaction dans le contexte de l'Opération.

⁸ L'Attestation d'Équité sera mise à la disposition des Actionnaires dans le cadre de la documentation de l'OPRA ; elle sera insérée dans le projet de Note d'Information qui sera soumise à l'AMF en vue de l'obtention de la déclaration de conformité de l'OPRA.

1.3. Indépendance et compétence de Ledouble

Nous sommes en mesure de confirmer notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, d'attester de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes⁹ impliquées dans l'Opération, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de la Mission :

- nous ne nous trouvons notamment dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) ;
- nous sommes donc en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

1.4. Diligences effectuées

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Opération, du corpus juridique de la Transaction et des caractéristiques de Terreïs et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une évaluation multicritère de l'action de Terreïs, en vue d'apprécier le caractère équitable des termes de la Transaction au regard des primes extériorisées par :

- le Prix de la Transaction sur la valeur hors droits du Portefeuille (la « **Valeur du Portefeuille** ») ;
- la Distribution aux Actionnaires sur l'évaluation de l'action Terreïs (l' « **Action** »).

Nous n'avons pas eu connaissance et n'avons pas identifié :

- d'accords spécifiques à la Transaction autres que ceux inclus dans le corpus juridique mentionné *infra* (§ 2.5.1) ;
- d'opérations connexes à l'OPRA autres que la Transaction (§ 2.5.2).

Ces diligences ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec :

- la direction de Terreïs¹⁰ (la « **Direction de Terreïs** ») et la direction d'Ovalto (la « **Direction d'Ovalto** »)¹¹ ainsi que leurs conseils juridiques¹² et financiers¹³ ;
- les experts immobiliers¹⁴ mandatés par Terreïs pour la valorisation du patrimoine immobilier du Groupe au 30 juin 2018 et au 31 décembre 2018 (les « **Experts Immobiliers** ») ;
- les représentants de Swiss Life AG et leurs conseils juridiques¹⁵.

⁹ Personnes morales et physiques.

¹⁰ Direction générale et Responsable du patrimoine.

¹¹ Président du Directoire et Direction financière.

¹² Godet & Associés (G&A) ; Weil Gotshal & Manges LLP.

¹³ Goldman Sachs Paris Inc. & Cie.

¹⁴ Catella Valuation et CBRE.

¹⁵ Gide Loyrette Nouel.

Elles se sont fondées notamment sur :

- les informations disponibles sur le marché de l'immobilier en 2018 et début 2019, et plus spécifiquement des SIIC, parmi lesquelles Terreïs et les SIIC réputées comparables à Terreïs en termes notamment de nature de patrimoine immobilier, dont certaines ont fait l'objet d'offres publiques ou les ont initiées ;
- l'information réglementée de Terreïs et des SIIC réputées comparables à Terreïs, comprenant notamment les rapports financiers semestriels et les documents de référence annuels (« DDR ») au titre de l'exercice 2018 ;
- les procès-verbaux des délibérations du Conseil d'Administration au titre des trois derniers exercices clos et de l'exercice en cours ;
- le détail des comptes consolidés de Terreïs au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2018 ;
- les comptes sociaux et consolidés d'Ovalto au titre du dernier exercice clos le 30 juin 2018 ;
- le contenu des Communiqués et des supports de présentation de l'Opération au Conseil d'Administration, aux Actionnaires et investisseurs ainsi qu'à l'AMF ;
- le corpus juridique de la Transaction et la documentation y afférente comprenant pour l'essentiel :
 - le Protocole conclu le 12 février 2019 entre Terreïs et Swiss Life AG et ses annexes comportant notamment la liste des actifs du Portefeuille, la lettre d'offre de Swiss Life AG adressée à Terreïs, ainsi que les projets de contrats à conclure aux fins de réalisation effective de la Transaction prévue en mai 2019 (§ 2.3.1) ;
 - le dossier de notification relatif à la prise de contrôle exclusif des actifs Terreïs par Swiss Life AG adressé à l'Autorité de la Concurrence ;
 - l'avis de réunion publié au BALO du 29 mars 2019 concernant l'Assemblée Générale Mixte des Actionnaires de Terreïs du 6 mai 2019 (l'« **Assemblée Générale** ») ;
 - le rapport du Conseil d'Administration exposant le projet de texte des résolutions soumises à l'Assemblée Générale ;
- les données prévisionnelles de Terreïs comprenant :
 - le dernier plan d'affaires à moyen terme avant la Transaction (le « **PMT** ») soumis au Conseil d'Administration en avril 2018 ; et
 - le budget 2019 et les projections à moyen terme tenant compte des effets de la Transaction ;
- l'examen des événements intervenus en 2019 jusqu'à ce jour, en lien avec le budget 2019 et le PMT ;
- le détail du patrimoine immobilier de Terreïs au 30 juin 2018 et au 31 décembre 2018 et, par sondages, l'examen des rapports d'expertise immobilière à ces mêmes dates :
 - nous avons notamment analysé les principales variations de valeurs des actifs composant le Portefeuille entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2018, par référence aux rapports d'expertise immobilière ;

- sans remettre en cause le contenu des rapports d'expertise immobilière sous-tendant la valorisation du patrimoine immobilier du Groupe et plus spécifiquement celle du Portefeuille, nous nous sommes attachés à comprendre sur le plan méthodologique les travaux réalisés par les Experts Immobiliers, ainsi que les évolutions de valeurs intervenues entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2018 ;
- l'exploitation des informations afférentes au calcul de la Distribution aux Actionnaires et du Prix d'Offre, ainsi qu'au financement par Terreïs de l'OPRA ;
- l'économie générale de l'Opération pour Ovalto au stade de l'OPRA et de l'OPR-RO au regard respectivement de la perte du statut SIIC de la Société au-delà de la détention de 60% du capital de Terreïs par Ovalto et de l'intégration fiscale de Terreïs au sein d'Ovalto envisageable au-delà de la détention de 95% du capital de la Société par Ovalto ; nous avons notamment obtenu la confirmation, et vérifié sur la base des informations qui nous ont été communiquées, qu'en qualité d'actionnaire majoritaire ou unique de la Société à l'issue de l'Opération, Ovalto ne bénéficiera pas d'un avantage fiscal particulier ;
- la consultation et l'exploitation de notre documentation sectorielle et de nos bases de données financières ;
- les notes d'analystes émises avant et après l'annonce de l'Opération.

1.5. Limites de la Mission

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'ont pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous considérons que l'ensemble des informations que nous avons obtenues de nos interlocuteurs étaient fiables et transmises de bonne foi.

Le Rapport aux Actionnaires n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Opération, dont la décision appartiendra aux Actionnaires réunis en Assemblée Générale à titre consultatif¹⁶ puis au Conseil d'Administration à l'appui de l'Attestation d'Équité.

1.6. Plan du Rapport aux Actionnaires

Nous présentons ci-après successivement :

- les parties prenantes et les caractéristiques de l'Opération (§ 2) ;
- le positionnement de Terreïs sur le marché immobilier et ses performances historiques (§ 3) ;
- l'évaluation du Portefeuille (§ 4) ;

¹⁶ Source : Communiqué de presse de Terreïs du [29 mars 2019](#). Réunis en Assemblée Générale le 6 mai 2019, « les actionnaires de Terreïs seront consultés sur la Transaction conformément à la position-recommandation n°2015-05 de l'AMF et invités à se prononcer sur les résolutions visant à permettre la mise en œuvre de l'OPRA ».

Dans sa position-recommandation n°[2015-05](#), l'AMF recommande en effet que « toute société dont les actions sont admises sur un marché réglementé prévoit une consultation de l'assemblée générale des actionnaires préalablement à la cession, en une ou plusieurs opérations, d'actifs représentant au moins la moitié de ses actifs totaux en moyenne sur les deux derniers exercices. Les promesses ou options de vente sont également visées ».

- l'évaluation de l'Action avant la Transaction et les niveaux de primes extériorisées par la Distribution aux Actionnaires (§ 5) ;
- l'appréciation du Prix d'Offre ADP et de la Distribution aux Actionnaires ADP (§ 6) ;
- la conclusion du Rapport aux Actionnaires confirmant l'équité des termes de la Transaction (§ 7).

1.7. Conventions de présentation

Les montants présentés ci-après sont exprimés en :

- euros (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique de ce document.

2. Présentation de l'Opération

2.1. Sociétés prenant part à l'Opération

2.1.1. Cédant

Terreïs est une société anonyme au capital de 77.039.250 €, réparti en 25.679.750 actions d'une valeur unitaire de 3 €, sise 29 rue Marbeuf à Paris (75008) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (« RCS ») de Paris sous le numéro 431 413 673 (la « Société »).

Les Actions Ordinaires de Terreïs sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris¹⁷ (§ 2.2.1 et § 2.2.2).

La présidence et la direction générale de la Société sont assurées respectivement par M. Jacky Lorenzetti, Président du Conseil d'Administration, et M. Fabrice Paget-Domet, Directeur Général.

Terreïs agit en tant que Cédant dans la Transaction, qui consiste en la cession de 28 actifs immobiliers à Swiss Life AG représentant, par rapport au patrimoine immobilier du Groupe, environ 72% en valeur.

2.1.2. Cessionnaire

Swiss Life AG, société suisse spécialisée dans les secteurs de l'assurance, de la banque privée et de la gestion d'actifs, filiale au sein du groupe Swiss Life de Swiss Life Holding AG et investisseur long terme d'actifs immobiliers « core », agit en tant que Cessionnaire dans le cadre de la Transaction par l'intermédiaire d'un ou de plusieurs fonds dont Swiss Life Asset Managers (Swiss Life AM)¹⁸, filiale indirecte à 100% de Swiss Life AG, qui sera la société de gestion des actifs acquis auprès de Terreïs.

2.1.3. Initiateur de l'OPR-RO subséquente à l'OPRA

Ovalto, société par actions simplifiée au capital de 24.076.532,05 €, immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 431 432 004, et contrôlée par la famille Lorenzetti, exerce les activités suivantes :

- évènementiel, *via* la commercialisation et l'exploitation de la salle de spectacle Paris La Défense Aréna ;
- gestion active de participations cotées et non cotées ;
- gestion immobilière ;
- sport, *via* la détention du Racing 92 ;
- viticulture et sylviculture.

¹⁷ Code ISIN : 0010407049 ; mnémonique : TER.

¹⁸ L'entité [Swiss Life Asset Managers](#), issue de la fusion en 2019 de Swiss Life REIM (France) et de Swiss Life Asset Management (France), est l'*asset manager* en immobilier pour compte de tiers du groupe Swiss Life en France.

Actionnaire de référence de Terreïs, Ovalto interviendra à l'issue de la Transaction et de l'OPRA en tant qu'Initiateur de l'OPR-RO qui pourrait être lancée en fonction des résultats de l'OPRA (§ 1).

2.2. Répartition du capital

2.2.1. Nombre d'actions et de droits de vote

Au 12 février 2019, date d'annonce de l'Opération (l' « Annonce »), le capital de la Société et le nombre de droits de vote théoriques se répartissent comme suit :

Structure du capital et des droits de vote au 12 février 2019				
	Nombre d'actions	% capital	% droits de vote AGO	% droits de vote AGE
ADP	142 296	0,6%	0,6%	0,6%
Ovalto	73 500	0,3%	-	0,3%
Autres porteurs	68 796	0,3%	0,6%	0,3%
Actions Ordinaires	25 537 454	99,4%	99,4%	99,4%
Ovalto	13 740 000	53,5%	53,4%	53,5%
J. Lorenzetti	1	0,0%	0,0%	0,0%
F. Paget-Domet	301 966	1,2%	1,2%	1,2%
Public	11 475 699	44,7%	44,8%	44,7%
Auto-détention	19 788	0,1%	0,1%	0,1%
Total	25 679 750	100,0%	100,0%	100,0%

Source : Société

Le concert formé par Ovalto, M. Jacky Lorenzetti et M. Fabrice Paget-Domet a historiquement pour objet de mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la Société en fixant le sens des votes que les concertistes entendent exprimer lors du vote des résolutions des assemblées générales des Actionnaires¹⁹.

Au 31 mars 2019, le capital de la Société et le nombre de droits de vote théoriques se répartissent comme suit²⁰ :

Structure du capital et des droits de vote au 31 mars 2019				
	Nombre d'actions	% capital	% droits de vote AGO	% droits de vote AGE
ADP	59 976	0,2%	0,2%	0,2%
Autres porteurs	59 976	0,2%	0,2%	0,2%
Actions Ordinaires	25 619 774	99,8%	99,8%	99,8%
Ovalto	13 813 500	53,8%	53,6%	53,8%
J. Lorenzetti	1	0,0%	0,0%	0,0%
F. Paget-Domet	301 966	1,2%	1,2%	1,2%
Public	11 485 879	44,7%	44,9%	44,7%
Auto-détention	18 428	0,1%	0,1%	0,1%
Total	25 679 750	100,0%	100,0%	100,0%

Source : Société

¹⁹ Source : [DDR 2018](#), p. 118.

²⁰ Ovalto ne détient plus d'ADP au 31 mars 2019.

2.2.2. Spécificités des actions de préférence

Deux catégories d'Actions de préférence coexistent statutairement : les Actions de Préférence (« ADP ») et les actions de préférence de catégorie 2 (« ADP 2 »).

2.2.2.1. ADP

Le 10 janvier 2011, l'assemblée générale extraordinaire de la Société a approuvé la fusion par absorption des sociétés DAB Expansion et Avenir & Investissement par Terreïs, et a notamment décidé de créer, en rémunération de l'actif net d'Avenir & Investissement transféré au titre de la fusion, 573.594 actions de préférence au profit des anciens associés d'Avenir & Investissement bénéficiaires d'un intérêt fixe statutaire annuel de 26 € par part sociale²¹.

Les ADP ont une valeur nominale unitaire de 3 €.

Au 31 mars 2019, le capital de Terreïs est composé d'un nombre résiduel de 59.976 ADP (§ 2.2.1).

Les principaux droits et caractéristiques des ADP²² se résument comme suit :

- les ADP, inscrites au nominatif pur au nom du propriétaire ou du nu-propriétaire, ne sont pas admises sur le marché réglementé Euronext Paris ; leur admission résulte de leur conversion en Actions Ordinaires²³ ;
- les ADP confèrent à leurs titulaires un droit à un dividende prioritaire, par rapport aux Actions Ordinaires, de 0,18 € par action de préférence, les dividendes non distribués n'étant pas cumulatifs ;
- les ADP converties en Actions Ordinaires perdent ainsi *ipso facto* leurs droits particuliers en cas de transfert de quelque manière que ce soit de leur pleine propriété ou de leur usufruit ou de décès de leur titulaire ;
- chaque titulaire d'ADP peut à tout moment demander la conversion de tout ou partie de ses Actions de Préférence en Actions Ordinaires, moyennant le versement par Terreïs d'une prime de conversion calculée sur la base d'une table actuarielle établie par le Conseil d'Administration une fois par an.

2.2.2.2. ADP 2

Au 30 juin 2014, la Société a émis 210.000 ADP 2 d'une valeur nominale unitaire de 2 € et dont les principaux droits et caractéristiques sont définis à l'article 11.2 des statuts de la Société.

²¹ En application de l'article 28 des statuts de la société Avenir & Investissement désormais dissoute. Pour les minoritaires d'Avenir & Investissement titulaires d'un intérêt viager, la création d'un intérêt fixe rattaché aux actions d'une société anonyme s'avérant impossible, les parties sont convenues de la création par Terreïs d'Actions de Préférence auxquelles est attaché un dividende précipitaire arrondi à 0,18 € par action. La parité de fusion de 1 part sociale Avenir & Investissement pour 147 actions Terreïs équivalait pour les anciens associés d'Avenir & Investissement de disposer d'un droit à dividende précipitaire d'environ 26 € pour 1 part apportée.

Pour mémoire, la Société est issue du rapprochement des différents actifs immobiliers détenus par la famille Lorenzetti en 2011 : Foncière Foncia, DAB Expansion et Avenir Investissement.

²² Source : article 11.2 des statuts de la Société et [DDR 2018](#), pp. 121-122.

²³ La Société demandera l'admission aux négociations sur le marché réglementaire Euronext Paris des actions issues de la conversion des Actions de Préférence à la suite de tout transfert, du décès de leur titulaire ou d'une demande de conversion par un titulaire.

À ce jour, les ADP 2 ont été converties en totalité en Actions Ordinaires à raison d'1 ADP 2 pour 2 Actions Ordinaires, conformément aux dispositions statutaires et aux conditions de leur conversion²⁴.

2.3. Périmètre et calendrier de l'Opération

2.3.1. Transaction

La lettre d'offre de Swiss Life AG, en date du 12 février 2019, a été acceptée par Terreïs après approbation du Conseil d'Administration.

Aux termes du Protocole :

- la Transaction, qui sera réalisée sur la base d'une valorisation globale et forfaitaire « net vendeur » du Portefeuille de 1,7 Md€ ventilée par actif, est soumise à deux conditions :
 - la purge du droit de préemption urbain²⁵ sur les actifs du Portefeuille faisant l'objet des Apports mentionnés ci-après, Terreïs s'étant engagé à faire ses meilleurs efforts pour obtenir la purge du droit de préemption urbain, et à cet effet à déposer une déclaration d'intention d'aliéner concernant chaque actif ; en cas d'exercice du droit de préemption urbain par son titulaire ou substitué, la condition sera réputée non réalisée et la valorisation du Portefeuille automatique réduite à concurrence de la valeur « net vendeur » de l'actif concerné (de même, en cas de survenance d'un « Sinistre Significatif », tel que défini dans le Protocole, le ou les actifs concerné(s) seront exclus, à l'option de Swiss Life AG, du périmètre de la Transaction). En conséquence, le périmètre définitif de la Transaction ne sera fixé qu'à l'issue de la purge du droit de préemption urbain sur l'ensemble des actifs du Portefeuille ;
 - l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la Concurrence²⁶, Swiss Life s'étant engagé à faire toutes les diligences nécessaires afin que cette condition suspensive soit satisfaite au plus tard le 31 mai 2019 ;
- la structuration de la Transaction comporte plusieurs étapes :
 - la réalisation d'opérations d'apports mixtes des actifs du Portefeuille (les « **Apports** ») au profit de sociétés *ad hoc* à constituer par Swiss Life AG ou par des entités contrôlées par un véhicule qualifié de Fonds d'Investissement Alternatif²⁷ (FIA), géré par une entité du groupe Swiss Life AG (ou d'autres entités du groupe de Swiss Life AG) qui pourrait s'y substituer (les « **Bénéficiaires** » ou individuellement la « **Bénéficiaire** ») ; les Apports donneront lieu à la conclusion de traités d'apport par chaque Bénéficiaire (le « **Traité d'Apport** » ou les « **Traités d'Apport** ») ;
 - la cession par Terreïs de l'intégralité des actions des Bénéficiaires reçues en rémunération des Apports au profit de Swiss Life AG, de ses filiales, ou d'entités contrôlées par un FIA géré par une entité du groupe Swiss Life AG ; cette cession donnera lieu à la conclusion d'un contrat de cession par Bénéficiaire (le « **Contrat de Vente** » ou les « **Contrats de Vente** ») ;

²⁴ Source : [DDR 2018](#), pp. 118-119.

²⁵ Conformément à l'article [L. 213-1 3°](#) du Code de l'urbanisme.

²⁶ En réponse au dossier de notification relatif à la prise de contrôle exclusif des actifs Terreïs par Swiss Life AG en date du 15 mars 2019.

²⁷ Au sens de la directive [2011/61/UE](#) du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011.

- la conclusion d'un contrat de gestion locative entre les Bénéficiaires et la société Imodam SAS, en charge de la gestion immobilière des actifs du Groupe (§ 3.4.1.6) (le « **Contrat de Gestion Locative** ») ;
- Terreïs et Swiss Life AG se sont engagés, dès la signature du Protocole et pendant toute sa durée, sur la signature et l'exécution du tout indivisible formé par les Traités d'Apport, les Contrats de Vente et les Contrats de Gestion Immobilière (les « **Contrats** »²⁸) dans les 10 jours ouvrés suivant la date la plus tardive entre l'expiration des délais pour l'exercice des droits de préemption urbain et l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la Concurrence, en vue d'une réalisation de la Transaction entre le 15 mai 2019 et le 14 juin 2019 (la « **Date de Réalisation** »).

Dans le calendrier envisagé à ce jour, la Date de Réalisation est prévue fin mai 2019.

2.3.2. OPRA

Postérieurement à la Date de Réalisation, le lancement de l'OPRA suivie, le cas échéant, de l'OPR-RO aura pour conséquence successivement :

- la sortie du régime SIIC de Terreïs en raison de la détention du capital de la Société par un actionnaire, en l'occurrence Ovalto, à plus de 60% (§ 5.1.2) ; et
- le cas échéant, le retrait de la cote de Terreïs.

Dans le calendrier envisagé à ce jour, le dépôt du projet d'OPRA et le règlement-livraison de l'OPRA avec la mise en paiement des Distributions et des Distributions ADP sont prévus respectivement à l'horizon mi-juin 2019 et fin juillet 2019.

2.4. Financement de l'Opération

2.4.1. Transaction

Le financement de la Transaction sera assuré par les ressources financières de Swiss Life AG.

2.4.2. OPRA

Le produit de la Transaction contribuera au financement de l'OPRA par Terreïs.

2.5. Accords et opérations connexes à l'Opération

2.5.1. Transaction

Le corpus juridique de la Transaction (§ 2.3.1) est constitué principalement :

- du Protocole conclu le 12 février 2019 entre Terreïs et Swiss Life AG, auquel sont annexés un projet de Traité d'Apport type, un projet de Contrat de Vente type et un projet de Contrat de Gestion Locative type ;

²⁸ Pour mémoire s'ajoutent aux Contrats deux protocoles tripartites avec les gardiennes de deux immeubles visant le transfert, à la Date de Réalisation, de leurs contrats de travail aux Bénéficiaires des apports de ces immeubles.

- des Traités d'Apport et Contrats de Vente ainsi que du Contrat de Gestion Locative restant à conclure.

Le périmètre immobilier définitif de la Transaction après la levée des conditions suspensives sera matérialisé dans les Traités d'Apport et les Contrats de Vente (§ 2.3.1).

Nous n'avons pas connaissance d'autres accords relatifs à la Transaction et, à ce jour, il ne nous en a pas été signalé.

2.5.2. OPRA

La Transaction constitue en tant que telle une opération connexe à l'OPRA.

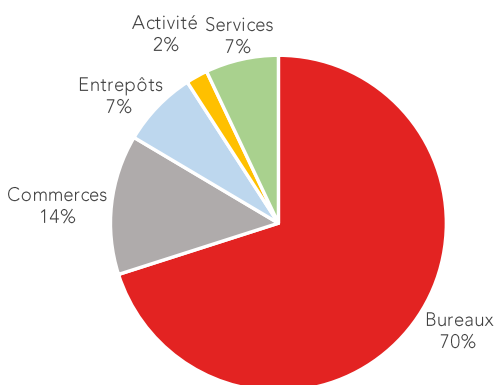
Nous n'avons pas connaissance d'autre opération connexe à l'OPRA et, à ce jour, il ne nous en a pas été signalé.

3. Présentation de Terreïs

3.1. Caractéristiques du marché de l'investissement en immobilier d'entreprise en France

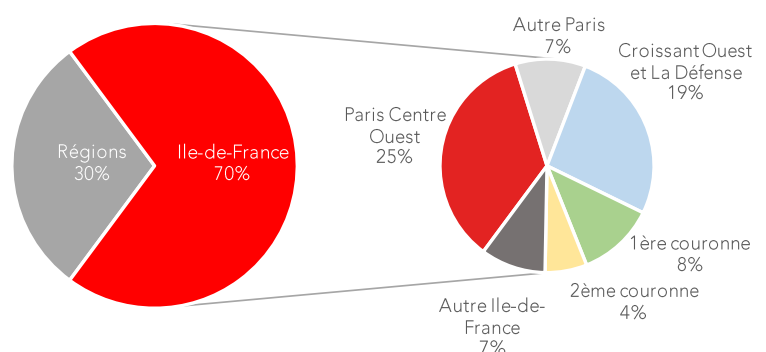
Dans un contexte économique français marqué par un ralentissement de la croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) en 2018 (+1,5% versus +2,3% en 2017) sous l'effet de facteurs internationaux (appréciation de l'euro, tensions protectionnistes...) et nationaux (faible consommation des ménages, tensions sociales), le marché de l'investissement en immobilier d'entreprise s'est montré résilient à 32,7 Md€ (+10 %), notamment via les fonds d'investissements étrangers.

Répartition des investissements en immobilier d'entreprise par typologie d'actifs en 2018



Source : Immostat

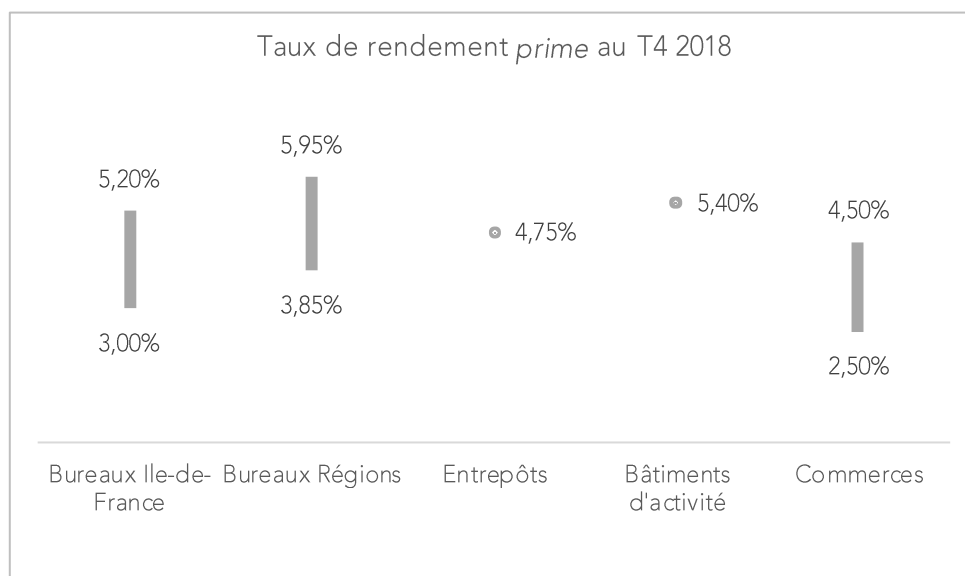
Répartition géographique des investissements en immobilier d'entreprise en 2018



Source : Immostat, BNP Real Estate

Les tendances dans l'immobilier d'entreprise se confirment avec une forte concentration des investissements dans les bureaux en Île-de-France, notamment dans Paris intramuros ; cette tendance répond à l'évolution des modes de vie, dont ceux des *millennials* qui privilégient la proximité des lieux de travail centraux, facilement accessibles.

Au cours de l'année 2018, les taux de rendement²⁹ *prime* de l'ensemble des segments ont poursuivi leur baisse et atteignent des niveaux historiquement bas sur le quatrième trimestre 2018 (T4 2018), différenciés selon la catégorie d'actifs, le taux de rendement des bureaux en Île de France se situant en borne basse de cette fourchette :



Source : BNP Paribas Real Estate

3.2. L'immobilier de bureaux en Île-de-France

Le patrimoine du Groupe étant quasi-exclusivement constitué d'actifs immobiliers de bureaux « *prime* » à Paris, nous présentons ci-après les caractéristiques de ce segment.

3.2.1. Chiffres clés

En 2018, les investissements dans le segment du marché immobilier des bureaux en Île-de-France ont poursuivi leur progression avec 23 Md€ d'investissements engagés (*versus* 19,4 Md€ en 2017) dont 10,5 Md€ dans Paris intramuros.

Avec une forte contraction de l'offre immédiate disponible à 2,9 millions de m² (*versus* 3,3 millions de m² en 2017), les taux de vacance ressortent en moyenne à 5,3% (*versus* 6% en 2017) ; ces valeurs présentent néanmoins de grandes disparités en fonction des zones géographiques, dans un intervalle de 1,5% (dans le Quartier Central des Affaires ou « QCA ») à 10,1% (dans le Croissant Ouest).

Dans ce contexte, le marché locatif demeure dynamique en 2018 avec une progression significative des valeurs locatives sur l'année et des taux de rendement historiquement bas associés à des taux d'occupation élevés³⁰, en particulier dans le QCA. À titre illustratif, pour les bureaux *prime* situés dans le QCA, les loyers atteignent 810 €/m² (*versus* 800 €/m² en 2017) tandis que les taux de rendement se stabilisent à 3% (à un niveau équivalent à celui de 2017, bornant le bas de l'intervalle d'écart de rendements des bureaux en Île de France (§ 3.1)).

²⁹ Ratio entre les loyers hors charges et le prix d'acquisition d'un actif.

³⁰ Nonobstant les disparités observées en Île de France, notamment entre Paris et La Défense.

3.2.2. Perspectives

L'environnement devrait rester favorable au marché des bureaux, notamment de ceux situés dans le QCA sous l'effet de la croissance économique, bien que ralentie, de nature à soutenir la création d'emplois et par conséquent la demande de bureaux, l'installation d'entreprises consécutive à la perspective du Brexit et le développement continu du concept d'espace de travail partagé (*coworking*).

L'insuffisance de l'offre d'actifs disponibles malgré les nombreux projets structurants en cours (création / réhabilitation)³¹ associés à l'attractivité du marché parisien, notamment pour les investisseurs étrangers, et le maintien d'une politique de taux bas rendant les *spreads* de rendement des actifs immobiliers vis-à-vis des placements sans risque attractifs, devraient soutenir les investissements, et contribuer à la stabilité des paramètres de marché en 2019 (§ 4.1.2).

3.3. Positionnement de Terreïs sur son secteur

Créée et détenue majoritairement par le fondateur de Foncia, Terreïs est une société foncière cotée depuis 2007 qui concentre son activité sur le patrimoine immobilier de bureaux *prime* situés notamment dans le QCA. La localisation des actifs permet de privilégier leur valorisation, de maintenir un taux d'occupation élevé et de mettre à profit la revalorisation des loyers lors du renouvellement des baux.

Terreïs dispose depuis janvier 2007 du statut des SIIC, bénéficiant ainsi du régime fiscal spécifique qui leur est applicable (§ 5.1.2).

Au 31 décembre 2018, le patrimoine de Terreïs est constitué de 98% d'actifs parisiens et de 2% d'actifs en Île-de-France et en province. Les actifs stratégiques (bureaux et commerces à Paris) représentent 94% du patrimoine total en valeur.

3.4. Performance historique du Groupe

Terreïs établit ses comptes consolidés selon le référentiel comptable international IFRS (§ 5.1.1) et les clôture annuellement le 31 décembre.

3.4.1. Formation de l'actif net comptable

La structure bilancielle a évolué comme suit au cours des cinq derniers exercices :

³¹ La croissance des biens immobiliers dans le QCA, dans les conditions actuelles de marché, peut être favorisée par le départ de locataires et la renégociation des baux ainsi que par la restructuration des immeubles.

Bilan					
K€	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17	déc.-18
Immobilisations incorporelles	373	295	227	136	81
Immobilisations corporelles	1 072 964	1 039 897	1 021 436	1 059 174	258 090
BFR	(15 635)	(15 979)	256	(237)	(2 849)
Actif économique	1 057 702	1 024 213	1 021 919	1 059 073	255 321
Actifs destinés à être cédés	772	2 464	40 026	3 951	772 854
Trésorerie et équivalents de trésorerie	13 894	16 920	9 006	6 343	9 520
Dettes financières	(785 950)	(762 680)	(769 588)	(755 576)	(713 539)
Dette financière nette	(772 056)	(745 760)	(760 582)	(749 233)	(704 020)
Provisions pour risques et charges	(40)	(40)	(495)	(753)	(474)
Instrument dérivés	(75 087)	(63 292)	(60 742)	(44 657)	(41 764)
Intérêts minoritaires	(1 009)	(1 103)	(1 138)	(1 179)	(1 400)
Charges et produits constatés d'avance	726	(340)	(15 908)	(16 240)	(16 655)
Autres actifs et passifs	(4 706)	(968)	(1 093)	(1 099)	2 472
Actif net - Part du Groupe	206 303	215 174	221 987	249 863	266 335
Nombre d'actions dilué hors auto contrôle	25 671 095	25 663 444	25 660 210	25 671 555	25 657 278
€ / Action	8,0 €	8,4 €	8,7 €	9,7 €	10,4 €

Source : Société

3.4.1.1. Actif économique

Les immobilisations incorporelles sont composées exclusivement d'usufruits temporaires.

Les immobilisations corporelles, d'un montant de 258.090 K€³² au 31 décembre 2018, correspondent principalement à la valeur des immeubles de placement, figurant au bilan à leur valeur historique, sur le périmètre hors Transaction (§ 3.4.1.2).

Le BFR, structurellement négatif³³, ressort à (2.849 K€) au 31 décembre 2018.

3.4.1.2. Actifs destinés à être cédés

Conformément à la norme IFRS 5³⁴, les actifs que le Groupe a décidé de céder, dans le cadre principalement de la Transaction, ont été reclassés dans cette rubrique au 31 décembre 2018 pour une valeur nette comptable de 772.854 K€³⁵.

³² Dont en valeur nette comptable 254.520 K€ pour les immeubles de placement, 3.495 K€ pour les travaux en cours sur les immeubles de placement et 75 K€ pour les stocks.

³³ Le BFR est constitué des créances clients sous déduction des dépôts reçus et des fonds mandants hors Groupe, ainsi que des dettes fournisseurs et comptes rattachés et des dettes fiscales et sociales.

³⁴ « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées ».

³⁵ Dont 771.740 K€ concernant le Portefeuille (§ 4.2).

3.4.1.3. Dette financière nette

La dette financière, d'un montant de **713.539 K€** au 31 décembre 2018, est constituée principalement :

- du capital restant dû :
 - sur les emprunts souscrits auprès d'établissements bancaires au titre du financement des biens immobiliers, à hauteur de 655.275 K€,
 - ainsi que sur un emprunt *corporate*, à hauteur de 50.000 K€, et
 - sous déduction du solde des frais d'émission d'emprunt et frais assimilés amortis sur leur durée de remboursement, à concurrence de (7.550 K€) ;
- des lignes de crédit et des intérêts courus sur emprunts à hauteur respectivement de 15.000 K€ et 814 K€.

L'endettement financier net, d'un montant de **704.020 K€** au 31 décembre 2018, s'entend de la dette financière susmentionnée de 713.539 K€, minorée du volant de trésorerie et équivalents de trésorerie de **9.520 K€** incluant la trésorerie en tant que telle (8.834 K€) et les réserves de liquidité (686 K€).

3.4.1.4. Instruments dérivés

Le Groupe a recours à des instruments dérivés en couverture de sa dette contre le risque de taux. À chaque clôture d'exercice, les instruments dérivés font l'objet d'une valorisation par un expert indépendant³⁶ basée sur le principe du dérivé hypothétique³⁷.

Au 31 décembre 2018, les instruments financiers affichent une valorisation négative de **41.764 K€**, dont **39.517 K€** sur la fraction efficace de la couverture, pour un notionnel couvert de près de 669 M€. La juste valeur de ces instruments financiers est en recul de 2,9 M€ par rapport au 31 décembre 2017 sous l'effet de la baisse des taux et des tombées d'échéance intervenues au cours de l'année 2018.

3.4.1.5. Provisions pour risques et charges

Les provisions pour risques et charges, d'un montant total de **474 K€** au 31 décembre 2018, correspondent aux provisions pour risques clients (418 K€) et pour avantages accordés aux salariés (57 K€).

3.4.1.6. Intérêts minoritaires

Les participations ne donnant pas le contrôle, qui ressortent à **1.400 K€** au 31 décembre 2018, correspondent à la quote-part détenue par d'autres actionnaires que Terreïs dans les deux filiales Terreïs Real Estate³⁸ et Imodam³⁹, détenues à hauteur de respectivement 51% et 60% par la Société.

³⁶ Finance Active.

³⁷ *Hypothetical Derivative Method* ; cette méthode compare les flux financiers du dérivé avec ceux d'un dérivé parfaitement efficace par rapport au sous-jacent.

³⁸ La SAS Terreïs Real Estate a pour principale activité la commercialisation des lots tertiaires et résidentiels au sein du Groupe.

³⁹ La SAS Imodam a pour principale activité la gestion immobilière des actifs du Groupe.

3.4.1.7. Charges et produits constatés d'avance

Les produits constatés d'avance, d'un montant de 17.651 K€ au 31 décembre 2018, correspondent aux quittancements des loyers du premier trimestre 2019 ; leur montant net des charges constatées d'avance (996 K€) ressort à 16.655 K€ au 31 décembre 2018.

3.4.2. Actif net réévalué (ANR)⁴⁰

3.4.2.1. ANR de liquidation et ANR de remplacement

L'actif net réévalué (« ANR ») a enregistré une progression continue au cours des cinq derniers exercices, soutenue notamment par les valeurs patrimoniales à dire d'expert immobilier du patrimoine du Groupe qui se concentre sur le QCA parisien, lequel représente la quasi-totalité (98%) du patrimoine global de Terreïs (§ 3.3).

ANR					
En K€	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17	déc.-18
Capitaux propres (Part du Groupe)	206 303	215 175	221 987	249 863	266 335
Neutralisation JV des instruments dérivés	73 921	62 095	58 308	41 864	39 517
Plus-value latente sur patrimoine hors droits	536 824	675 339	876 351	1 020 516	1 156 390
ANR EPRA de liquidation	817 048	952 609	1 156 646	1 312 243	1 462 242
Frais d'acquisition théoriques	101 544	106 153	144 503	156 281	163 145
ANR de remplacement	918 592	1 058 762	1 301 149	1 468 524	1 625 387
Nombre d'actions net d'auto-contrôle et diluées au 31 décembre	25 671 095	25 663 444	25 660 210	25 671 555	25 657 278
ANR EPRA de liquidation par Action (€)	31,83	37,12	45,08	51,12	56,99
ANR de remplacement par Action (€)	35,78	41,26	50,71	57,20	63,35

Source : Société

⁴⁰ Source : [DDR 2018](#), pp. 22-23.

Au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2018, l'ANR EPRA de liquidation (1.462.242 K€) découle des capitaux propres part du Groupe (266.335 K€), retraités de la neutralisation de la juste valeur des instruments dérivés pour leur fraction efficace (39.517 K€), d'une part, et de la plus-value-latente sur le patrimoine hors droits (1.156.390 K€⁴¹), d'autre part. Par construction, il se calcule également à partir de la valeur hors droits des immeubles de placement de Terreïs (2.192.899 K€), sous déduction de l'endettement net de 704.020 K€ (§ 3.4.1.3) et de divers éléments d'actif et de passif à concurrence d'un passif net de 26.638 M€.

Au 31 décembre 2018, l'ANR EPRA de liquidation, d'un montant de 1.462.242 K€ soit **56,99 €** par Action, progresse de + 11,5 % par rapport au 31 décembre 2017 et l'ANR de remplacement, d'un montant de 1.625.387 K€ soit **63,35 €** par Action, progresse de +10,7 % par rapport au 31 décembre 2017.

3.4.2.2. ANR Triple Net EPRA

Afin d'homogénéiser la présentation de ses résultats avec celle des autres foncières cotées, et par référence à la juste valeur de la dette (7.904 K€), la Société a procédé au 31 décembre 2018 à l'estimation de l'ANR Triple Net EPRA (« ANNNR ») de liquidation, qui s'établit à 1.414.821 K€, soit **55,14 €** par Action :

ANR	
En K€	déc.-18
ANR EPRA de liquidation	1 462 242
Juste valeur des instruments dérivés	(39 517)
Juste valeur de la dette	(7 904)
ANR Triple Net EPRA de liquidation	1 414 821
Nombre d'actions net d'auto-contrôle et diluées au 31 décembre	25 657 278
ANR Triple Net EPRA de liquidation par Action (€)	55,14

Source : Société

⁴¹ La plus-value latente sur le patrimoine hors droits recouvre :

- les immeubles de placement pris dans leur ensemble (772.854 K€ pour les actifs immobiliers destinés à être cédés et 254.520 K€ pour les actifs immobiliers destinés à rester dans le patrimoine du Groupe),
- les travaux en cours sur les immeubles de placement (3.495 K€), et
- les franchises sur loyers incluses dans les créances clients (5.565 K€).

La plus-value latente sur le patrimoine hors droits (1.156.390 K€) en rehausse ainsi la valeur de **1.036.434 K€** au bilan consolidé de Terreïs à **2.192.824 K€** dans le calcul de l'ANR au 31 décembre 2018.

3.4.3. Résultats historiques

La formation du résultat se présente comme suit au cours des cinq derniers exercices :

Compte de résultat					
K€	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17	déc.-18
	12m	12m	12m	12m	12m
Revenus locatifs bruts	71 923	70 673	66 715	64 760	67 214
% variation	16%	(2%)	(6%)	(3%)	4%
Autres prestations	1 764	2 044	2 097	2 496	3 350
Charges locatives supportées	(1 485)	(2 453)	(2 471)	(2 541)	(2 214)
Honoraires de gérance et location	(558)	(715)	(695)	(779)	(512)
Revenus locatifs nets	71 644	69 548	65 646	63 936	67 838
% variation	25%	(3%)	(6%)	(3%)	6%
Charges de personnel	(1 954)	(1 997)	(2 157)	(2 275)	(2 270)
Charges externes	(2 497)	(2 499)	(2 361)	(2 290)	(2 565)
Impôts et taxes	(1 012)	(1 194)	(802)	(1 237)	(995)
Dotations nettes aux amort. et aux dépréciations	(29 063)	(32 019)	(30 534)	(29 982)	(30 050)
Autres produits et charges d'exploitation	(94)	(715)	(45)	(349)	(702)
Résultat opérationnel courant	37 024	31 124	29 748	27 802	31 256
% revenus locatifs nets	52%	45%	45%	43%	46%
Résultat de cession d'immeubles de placement	26 546	27 112	31 603	34 001	30 194
Dépréciation des immeubles de placement	-	(11 881)	(3 190)	1 686	1 344
Résultat sur vente d'actifs court terme	(19)	46	242	(31)	-
Autres produits et charges opérationnels	(422)	(60)	170	34	400
Résultat opérationnel	63 129	46 341	58 574	63 492	63 193
% revenus locatifs nets	88%	67%	89%	99%	93%
Coût de l'endettement financier net	(27 803)	(28 337)	(27 978)	(26 084)	(25 390)
Autres produits et charges financiers	(283)	(513)	(6 543)	(4 726)	(251)
Résultat financier	(28 086)	(28 849)	(34 520)	(30 810)	(25 641)
% revenus locatifs nets	(39%)	(41%)	(53%)	(48%)	(38%)
Impôt	(721)	(775)	(813)	(841)	(874)
Résultat net	34 322	16 717	23 240	31 841	36 680
% revenus locatifs nets	48%	24%	35%	50%	54%
dont part du Groupe	33 794	16 095	22 586	31 146	35 691
dont intérêts minoritaires	527	621	654	695	989

Source : Société

Sur la période 2014 à 2018, les revenus locatifs nets affichent une baisse moyenne annuelle de 1,4 %. La progression par contraste de 6% des revenus locatifs nets observée sur l'exercice 2018 s'analyse par :

- > la mise en location des acquisitions de 2017 ;
- > l'amélioration du taux d'occupation ;
- > la revalorisation des loyers de relocation et renégociation ;
- > l'indexation positive des loyers.

Les actifs stratégiques, constitués des bureaux dans Paris, représentent l'essentiel des revenus locatifs, dont la croissance en 2018 est liée aux acquisitions réalisées en 2017. L'absence depuis lors d'acquisition par Terreïs est à relier au niveau historiquement bas des taux de capitalisation sur le marché parisien (§ 3.1 et § 4.1.2).

L'amélioration notable du résultat financier en 2018, qui se répercute sur l'évolution favorable du résultat net, est notamment imputable à la diminution des intérêts d'emprunts.

4. Évaluation du Portefeuille

4.1. Données structurantes

4.1.1. Date d'évaluation

L'évaluation du Portefeuille constitué des 28 actifs immobiliers cédés par Terreïs à Swiss Life AG a été réalisée sur la base des comptes consolidés de Terreïs au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2018.

Nous nous sommes référés pour apprécier le Prix de la Transaction aux expertises immobilières au 31 décembre 2018, qui ont porté sur l'ensemble des éléments du patrimoine immobilier sous-tendant la valeur du patrimoine hors droits dans l'ANR de Terreïs (§ 3.4.2), et par construction intègrent ceux afférents au Portefeuille.

4.1.2. Expertises immobilières

Dans le cadre de l'établissement de ses comptes annuels et semestriels 2018, et pour les besoins du calcul de l'ANR (§ 3.4.2), la Société a mandaté de nouveaux Experts Immobiliers (Catella Valuation et CBRE)⁴² afin de donner un avis de valeur sur l'intégralité de l'immobilier détenu par le Groupe.

Ainsi, l'ensemble du patrimoine de Terreïs a été expertisé, étant précisé que les Experts Immobiliers, à la date de leur intervention, n'étaient pas informés de la Transaction.

Les Experts Immobiliers ont retenu *in fine* les méthodes suivantes :

- « **Capitalisation** » : cette méthode, mise en œuvre à titre principal pour la majorité des actifs du Groupe, repose sur la capitalisation de loyers considérés par l'Expert Immobilier comme étant ceux qui ressortiront de la négociation entre le bailleur et le locataire à la prochaine échéance via un taux de rendement moyen résultant de l'observation des taux pratiqués lors de transactions de marchés sur des actifs comparables et tenant compte de la qualité du locataire ainsi que la durée restante du bail ;
- « **Comparaison** » : cette méthode, mise en œuvre à titre de recoupement pour l'ensemble des immeubles, se fonde sur la détermination d'une valeur à partir de transactions de référence opérées sur le marché immobilier pour des biens présentant des caractéristiques et une localisation comparables à celles de l'actif évalué.

Dans leurs diligences, les Experts Immobiliers ont privilégié la méthode par capitalisation en raison de la nature des actifs, constitués essentiellement de bureaux⁴³.

⁴² Les Experts Immobiliers ont été nommés pour une durée de 5 ans à compter du 1^{er} janvier 2018 et se sont réparti chacun la moitié du patrimoine en nombre d'actifs pour en déterminer la valeur.

⁴³ Dans le cadre de leurs travaux, les Experts Immobiliers ont pu être amenés à mettre en œuvre la méthode d'actualisation des flux (DCF) sans la retenir *in fine*. Cette méthode évalue un bien immobilier par l'actualisation des flux qu'il est susceptible de générer sur un horizon donné, ces flux comprenant les revenus (loyers), les charges et les travaux prévisionnels, ainsi que la valeur de sortie estimée du bien à l'issue de l'horizon d'analyse (valeur résiduelle).

Les expertises immobilières réalisées au 30 juin 2018 et au 31 décembre 2018 témoignent d'un marché en haut de cycle caractérisé par une forte demande dans le centre de Paris associée à une offre très limitée.

En outre, les Experts Immobiliers au cours de nos entretiens ont souligné le niveau historiquement bas des taux de capitalisation contribuant au maintien de valeurs immobilières élevées, illustré par un taux plancher de 3% dans le QCA de Paris (§ 3.2.1), et tablent pour 2019 sur une stabilité des tendances du marché. Le taux de rendement effectif moyen de l'ensemble des actifs détenus par Terreïs est supérieur à celui du Portefeuille considéré globalement.

4.2. Appréciation du Prix de la Transaction

Le Prix de la Transaction de 1,7 Md€ (§ 2.3.1) extériorise une prime de **6,7%** sur la Valeur du Portefeuille (*Gross Asset Value* ou « **GAV** »), étant précisé que :

- la Transaction procède d'une offre non sollicitée ;
- la Direction de Terreïs et les représentants du Cessionnaire nous ont par ailleurs confirmé l'absence de tout lien entre le Cédant et le Cessionnaire de nature à remettre en cause l'objectivité du Prix de la Transaction, qui résulte d'un processus de *due diligence* approfondi mené par le Cessionnaire préalablement à sa lettre d'offre au Cédant et d'une négociation entre parties non liées ;
- la prime de 6,7% sur la GAV à fin 2018 est à relier à la volonté du Cessionnaire d'acquérir un bloc important d'actifs immobiliers parisiens correspondant à la typologie d'actifs recherchés dans le cadre de sa stratégie d'investisseur de long terme (§ 2.1.2), dans un contexte d'offre restreint (§ 3.2.2) ;
- la Transaction permet à Ovalto de conserver environ 600 M€ d'actifs immobiliers d'un rendement global plus important que celui du Portefeuille (§ 4.1.2)⁴⁴ ; pour autant le Prix d'Offre inclus dans la Distribution aux Actionnaires ne reconnaît pas de décote à la valeur des actifs résiduels.

Dès lors, nous considérons que la Transaction n'est pas de nature à préjudicier aux intérêts des Actionnaires de Terreïs qui, conformément au régime SIIC (§ 5.1.2) et préalablement à l'OPRA, acquièrent au titre de la Transaction un droit au versement d'un dividende égal à 70% de la plus-value nette sur la cession du Portefeuille calculée à partir du Prix de la Transaction, minorée de la valeur nette fiscale du Portefeuille et des frais inhérents à la Transaction.

Sur la base de 25.679.750 actions à la date de l'Annonce (§ 2.2.1), le dividende à verser aux Actionnaires au titre de la Transaction s'établit ainsi à **24,49 €** par Action pour les détenteurs d'Actions Ordinaires.

⁴⁴ Source : Communiqué de presse de Terreïs du [12 février 2019](#). Terreïs a annoncé conserver à l'issue de la Transaction « un portefeuille d'actifs d'une valeur d'expertise au 31 décembre 2018 d'environ 600 millions d'euros, dont 150 millions d'euros d'actifs non stratégiques ».

5. Évaluation de l'Action avant la Transaction

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action (l'« **Évaluation** »), dont nous exposons ci-après les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurantes de l'Évaluation (§ 5.1) ;
- les méthodes de valorisation écartées (§ 5.2) ;
- l'analyse des références boursières sur l'Action (§ 5.3) ;
- les approches qui nous sont apparues pertinentes pour évaluer l'Action (§ 5.4 à § 5.6) ;
- en synthèse, le récapitulatif de l'évaluation de l'Action et des primes extériorisées par la Distribution aux Actionnaires sur l'ensemble des méthodes de valorisation de l'Action que nous avons mises en œuvre (§ 5.7).

5.1. Données structurantes de l'Évaluation

5.1.1. Référentiel comptable

La Société établit ses comptes consolidés conformément au référentiel comptable international (IFRS). Les comptes consolidés au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2018 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

5.1.2. Régime des Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées (SIIC)

La Société a opté en 2007 pour le régime fiscal des SIIC et bénéficie à ce titre notamment d'une exonération d'impôt sur les sociétés, sur les bénéfices provenant de la location de ses immeubles et, le cas échéant, sur les plus-values résultant des cessions d'immeubles.

L'article [208 C](#) du CGI prévoit en effet pour les SIIC :

- une exonération d'impôt sur les sociétés au titre des :
 - bénéfices provenant de la location d'immeubles et de la sous-location d'immeubles en crédit-bail,
 - plus-values de cession d'immeubles, de droits afférents à un contrat en crédit-bail immobilier, de participations dans des sociétés de personnes ou de participations dans des filiales ayant opté pour le régime fiscal des SIIC,
 - dividendes reçus de filiales soumises à ce même régime fiscal ;
- en contrepartie, une obligation de distribution de dividendes, à hauteur de :
 - 95 % des bénéfices issus de la location ou de la sous-location des immeubles avant la fin de l'exercice suivant leur réalisation,
 - 70 %⁴⁵ des plus-values de cession des immeubles ou de certaines participations dans des sociétés immobilières, avant la fin du deuxième exercice suivant leur réalisation,
 - l'intégralité des dividendes reçus des filiales bénéficiant du régime fiscal des SIIC au cours de l'exercice suivant celui de leur réalisation.

⁴⁵ L'obligation de distribution de dividendes sur les plus-values de cession a été portée de 60% à 70% par la loi de finances 2019.

Le régime d'exonération est notamment subordonné au degré de détention du capital de la SIIC par ses actionnaires, dans la mesure où le capital ou les droits de vote ne doivent pas être détenus, directement ou indirectement, à hauteur de 60 % ou plus par un ou plusieurs actionnaires agissant de concert⁴⁶.

L'ensemble de nos travaux de valorisation a été réalisé en considérant le bénéfice du régime fiscal SIIC pour Terreïs.

5.1.3. Date d'évaluation

Au regard des différentes méthodes d'évaluation retenues, nous nous sommes référés principalement à l'Actif Net Réévalué (ANR) au 31 décembre 2018 et, plus précisément, à :

- l'ANR EPRA de liquidation sur lequel la Société communique usuellement ainsi que sur l'ANR de remplacement (§ 3.4.2.1) ;
- l'ANR Triple Net (ANNNR) EPRA de liquidation, sur lequel la Société a communiqué pour la première fois au 31 décembre 2018 (§ 3.4.2.2).

L'évaluation de l'Action a été réalisée sur la base des comptes consolidés au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2018.

La référence au cours de bourse de la Société est celle du 8 février 2019⁴⁷, dernière date de cotation avant l'Annonce.

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables boursiers (§ 5.5.2) ont été arrêtés au 29 mars 2019.

5.1.4. Nombre d'actions

Le nombre total de titres pris en compte en base diluée pour la valorisation unitaire de l'Action ressort à 25.661.322 (§ 2.2.1) :

Nombre d'Actions hors auto-détention et diluées	
31-mars-19	
Actions Ordinaires après conversion des ADP 2	25 601 346
Auto-détention	18 428
Actions Ordinaires au 31 mars 2019	25 619 774
ADP	59 976
Nombre d'Actions émises	25 679 750
Auto-détention	(18 428)
Nombre d'Actions hors auto-détention et diluées	25 661 322

Source : Société

Pour mémoire, l'ensemble des ADP 2 ont été converties en Actions Ordinaires, dans les conditions conformes aux dispositions statutaires, pour un ratio d'1 ADP 2 pour 2 Actions Ordinaires ; au vu de leurs caractéristiques, les ADP contribuent au calcul de la base diluée à concurrence d'1 ADP pour 1 AO (§ 2.2.2.1 et § 2.2.2.2).

⁴⁶ Au sens de l'article [L. 233-10](#) du Code de commerce.

⁴⁷ La suspension de cours est intervenue le lundi 11 février 2019.

5.1.5. Endettement financier net

L'endettement net comptable de la Société, d'un montant de 704.020 K€ au 31 décembre 2018, est principalement composé des emprunts bancaires (§ 3.4.1.3) :

Endettement net financier	
K€	déc.-18
Dettes financières	(713 539)
Trésorerie	9 520
Endettement net comptable	(704 020)

Source : Société

5.2. Méthodes d'évaluation écartées

5.2.1. Actif net comptable (ANC)

La Société établit ses comptes conformément au référentiel IFRS et à l'option offerte par la norme IAS 40⁴⁸ (§ 5.1.1), en vertu de laquelle les immobilisations corporelles sont évaluées au coût d'entrée diminué du cumul des amortissements et des éventuelles pertes de valeur.

Nous n'avons pas retenu la valorisation par l'ANC dans la mesure où les immeubles de placement, élément clé de la valeur patrimoniale d'une société foncière, ne sont pas en l'espèce comptabilisés en juste valeur.

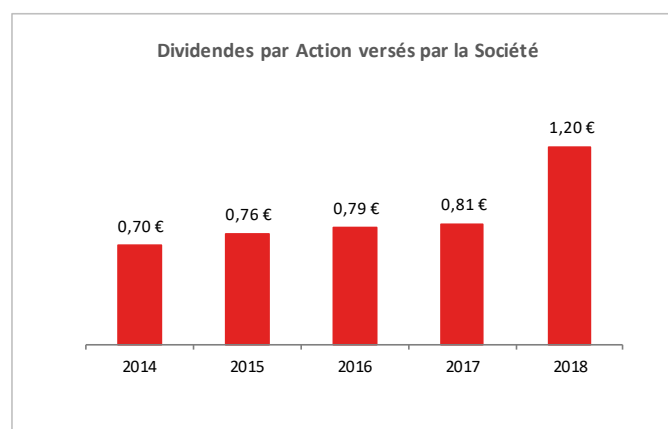
Pour mémoire, l'ANC s'établissait à 10,4 € par Action au 31 décembre 2018 (§ 3.4.1).

5.2.2. Valeur comptable des titres Terreïs

La référence à la valeur comptable des titres Terreïs dans les comptes d'Ovalto a été écartée car elle ne tient pas compte de la valeur actuelle des actifs et passifs du Groupe.

5.2.3. Actualisation des dividendes (DDM⁴⁹)

Nous présentons à titre indicatif les dividendes historiques servis au titre des Actions Ordinaires :



Source : Société

⁴⁸ « Immeubles de placement ».

⁴⁹ Dividend Discount Model.

Au titre de l'exercice 2018 et après versement d'un acompte sur dividendes de 0,44 € en date du 15 novembre 2018, le solde des dividendes à verser sur le coupon de 1,20 €⁵⁰ s'élève à 0,76 € par Action Ordinaire (§ 1.1).

Le taux de rendement moyen du titre Terreïs sur la période 2014 à 2018 ressort à environ 2,5% (§ 5.5.2).

Nous avons pris connaissance du dernier plan d'affaires à moyen terme de Terreïs pré-Opération, soumis au Conseil d'Administration en avril 2018⁵¹ (PMT), sur la période 2019-2030 (la « Période Explicite »), dont les principales hypothèses sont résumées ci-après :

- une progression des revenus locatifs soutenus par :
 - les renégociations de loyers opérées lors des relocations ou des renouvellements de baux sur la Période Explicite ;
 - l'indexation des loyers au taux de 1,7%, en ligne avec les moyennes historiques des indices immobiliers de référence⁵² ;
 - un taux de vacance de l'ordre de 1% correspondant au taux réel constaté par la Société sur le périmètre QCA⁵³ ;
- une absence d'investissements sur la Période Explicite, les opportunités d'investissement s'avérant limitées compte tenu des niveaux de prix atteints sur l'immobilier parisien, notamment dans le secteur QCA, étant en outre rappelé que Terreïs n'a procédé à aucune acquisition en 2018 (§ 3.4.3).

L'actualisation au coût des fonds propres des dividendes issus du PMT est présentement mentionnée pour souligner l'écart entre la Distribution aux Actionnaires et le flux de dividendes qu'ils auraient perçus en l'absence de Transaction, dans le cadre de l'obligation de distribution liée au régime SIIC auquel est soumise la Société (§ 5.1.2).

La valeur unitaire de l'Action en DDM ressortirait à un niveau très inférieur⁵⁴ à la Distribution aux Actionnaires.

5.2.4. Actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF⁵⁵)

Cette méthode d'évaluation n'a à ce stade pas été retenue, étant réputée redondante avec l'ANR et induire une valeur inférieure à l'ANR, dans la mesure où elle intègre les coûts *corporate* associés au fonctionnement de la structure, qui sont par construction exclus de l'ANR.

⁵⁰ Le Conseil d'Administration proposera à l'Assemblée Générale du 6 mai 2019 de fixer à 1,20 € le dividende par Action au titre de l'exercice 2018.

⁵¹ Le plan d'affaires de Terreïs est actualisé et soumis au Conseil d'Administration à intervalle annuel.

⁵² Indice du coût de la construction (ICC), Indice des loyers des activités tertiaires (ILAT) et Indice des loyers commerciaux (ILC).

⁵³ Taux de vacance inférieur au taux de vacance EPRA mentionné dans les communiqués de la Société, qui inclut les actifs non stratégiques.

⁵⁴ Moins de 39 €.

⁵⁵ *Discounted Cash-Flows*

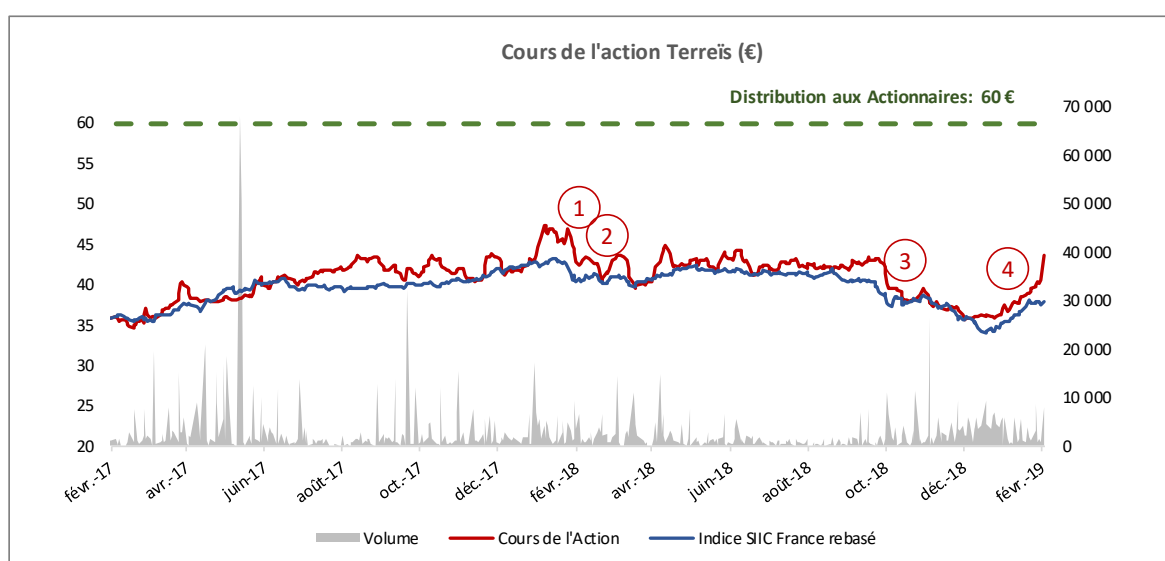
5.3. Référence au cours de bourse et objectifs de cours des analystes

La référence à la valeur boursière de l'Action est abordée sous l'angle à la fois de l'historique et des objectifs de cours des analystes en charge de son suivi.

5.3.1. Analyse historique du cours de bourse

Les actions de la Société ont été admises aux négociations sur le marché Euronext Paris en décembre 2006 ; elles sont à ce jour échangées sur le compartiment B d'Euronext Paris (§ 2.1.1).

L'analyse du cours de l'Action, réalisée au 8 février 2019⁵⁶ au titre des 24 derniers mois, est présentée ci-après par rapport à l'indice IEIF SIIC France⁵⁷ :



Source : Bloomberg

N°	Date	Commentaires
1	31-janv-18	Activité 2017 : la valeur du patrimoine progresse de 7,5% à 2,1 Md€
2	12-mars-18	Résultats 2017 : hausse de 2,5 % du dividende à 0,81 € par Action
3	17-oct-18	Informations financières du 3 ^{ème} trimestre 2018
4	23-janv-19	Activité 2018 : la valeur du patrimoine progresse de 5% à 2,2 Md€

Sur cette période de deux années, le cours de l'Action tend à suivre l'indice IEIF SIIC France.

Le tableau ci-dessous synthétise la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes (« CMPV »)⁵⁸ au 8 février 2019, date de la dernière cotation avant l'Annonce, sur une période de 12 mois :

⁵⁶ Dernière date de cotation avant la suspension du cours le 11 février 2019.

⁵⁷ À titre d'information, la Société représentait environ 7% de la capitalisation boursière de l'indice IEIF SIIC France au 28 mars 2019.

⁵⁸ À l'exception du cours spot retenu au cours de clôture.

Analyse du cours de bourse		
8-févr.-19	CMPV	Prime / (décote)
Distribution aux Actionnaires	60,0 €	
Spot (cours de clôture)	40,3 €	48,9%
CMPV 1 mois	38,5 €	56,0%
CMPV 3 mois	37,1 €	61,6%
CMPV 6 mois	38,2 €	57,2%
CMPV 12 mois	40,0 €	50,1%
Plus haut 12 mois	44,8 €	33,8%
Plus bas 12 mois	35,7 €	68,1%

Source : Bloomberg

Le cours de l'Action a ainsi évolué au cours des douze mois précédant l'Annonce dans une fourchette de 35,7 € à 44,8 €.

L'évolution du cours historique sur la période de 12 mois antérieure à l'Annonce fait également apparaître :

- > une rotation du flottant limitée malgré sa part importante dans le capital de la Société (44,7%), impliquant une faible liquidité du titre, l'évolution du cours de Terreïs étant en outre sujette à des facteurs exogènes. Au cours des douze mois précédant l'Annonce, 4,7 % du flottant seulement ont été échangés :

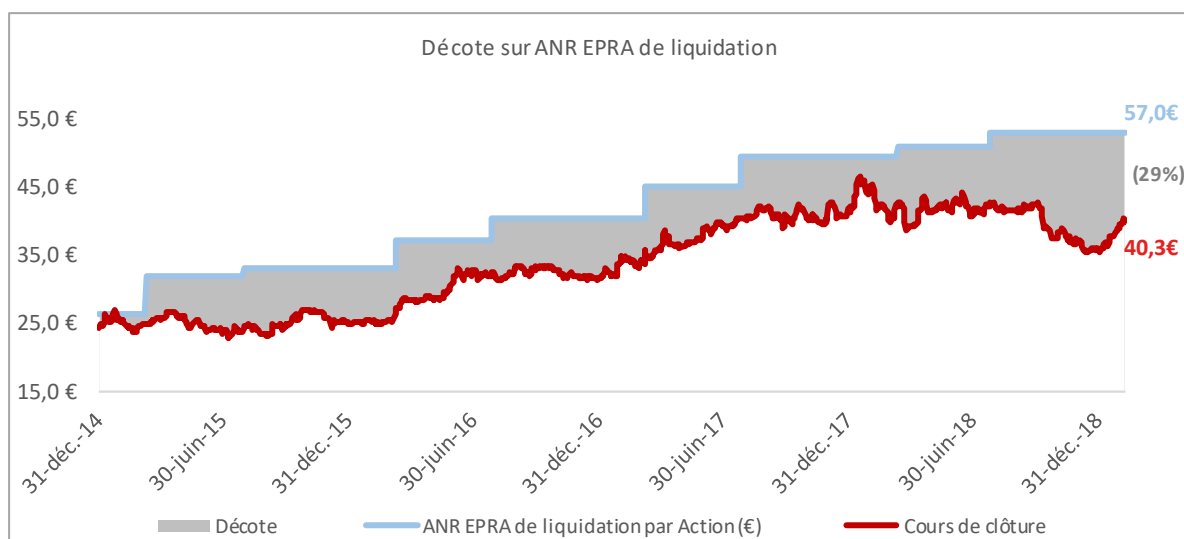
Rotation du flottant	
	8-févr.-19
Nombre de titres échangés (12 mois)	539 086
Flottant	11 485 879
Rotation du flottant (%)	4,7%
Rotation du flottant (années)	21,3

Source : Bloomberg

- > des échanges réalisés à un cours⁵⁹ systématiquement inférieur à la Distribution aux Actionnaires.

La décote d'ANR EPRA de liquidation calculée par référence à l'évolution des cours de clôture de l'Action recensés depuis début 2015 a atteint 33% fin 2018 ; elle se situait à 29% à l'Annonce :

⁵⁹ Cours calculé en moyenne journalière pondérée par les volumes.



À titre d'information, le cours maximum atteint depuis l'introduction en bourse de la Société s'établit en CMPV à 47,37 € en date du 15 janvier 2018, soit une prime de 26,7% induite par la Distribution aux Actionnaires.

5.3.2. Objectifs de cours

L'Action fait l'objet d'un suivi par quatre analystes, dont nous résumons ci-après les objectifs de cours avant et après l'Annonce :

Objectifs de cours					
	Pré-Opération	Date		Post-Opération	Date
Kepler Cheuvreux	49,0	24/01/2019	+	60,0	13/02/2019
Oddo BHF	43,0	11/02/2019	=	60,0	13/02/2019
Invest Securities	35,5	06/02/2019	=	60,0	13/02/2019
CM-CIC	45,4	24/01/2019	n.a.	60,0	14/02/2019
Médiane	44,2			60,0	
Moyenne	43,2			60,0	

Sources : notes de brokers

Apporter à l'Offre (++), Achat (+), Neutre (=)

La Distribution aux Actionnaires (60 €) dégage une prime sur la médiane des objectifs de cours avant Opération (44,2 €) de 35,7%.

5.4. Actif Net Réévalué (ANR)

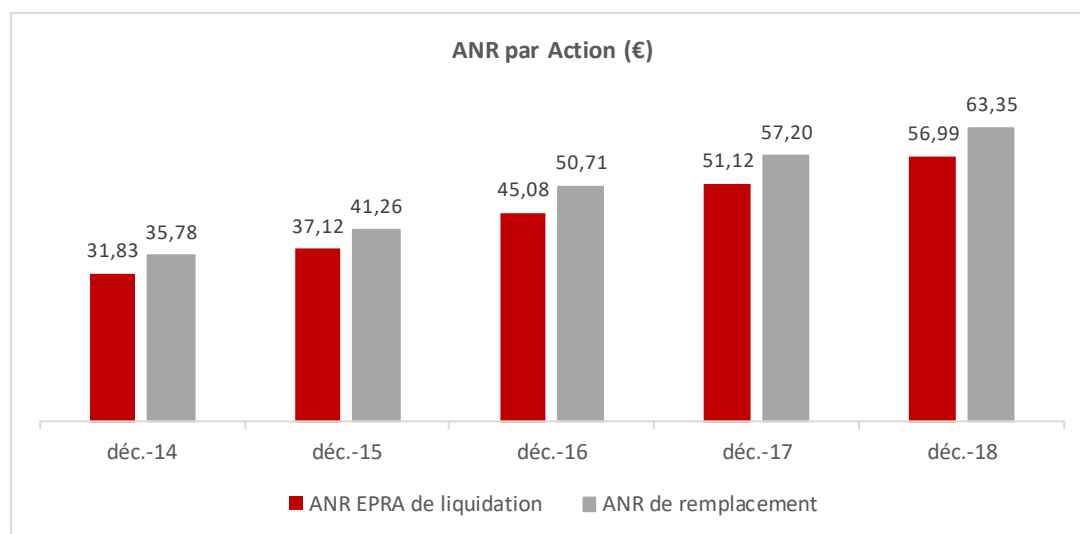
La Société communique la valeur de son patrimoine au travers de ses rapports annuels sur la base des indicateurs suivants :

- l'ANR EPRA de liquidation, correspondant à l'actif net au 31 décembre hors droits (HD) réévalué sur la base des expertises immobilières ;
- l'ANR de remplacement *i.e.* droits inclus, basé sur l'ANR EPRA de liquidation, majoré des droits de mutation appliqués aux valeurs d'expertises HD.

L'ANR EPRA de liquidation, qui s'établit à **56,99 €** au 31 décembre 2018, correspond implicitement à l'hypothèse de revente des immeubles⁶⁰ et a été privilégié dans nos analyses ; il est le reflet d'une hypothèse de cession individuelle de l'ensemble des actifs en valeur de marché sans coûts de liquidation ni décote associée à la vente rapide d'un portefeuille d'actifs.

L'ANR de remplacement, qui s'établit à **63,35 €** par Action au 31 décembre 2018, est rappelé ci-après graphiquement à titre seulement indicatif, dans la mesure où les droits qu'il intègre ont été payés lors de l'acquisition de l'actif et ne représentent pas un surplus de valeur pour le Cédant.

Ces deux agrégats ont évolué comme suit au cours des cinq derniers exercices (§ 3.4.2.1) :



Source : Société

La prime induite par la Distribution aux Actionnaires (60,0 € par Action) sur l'ANR EPRA de liquidation (56,99 € par Action) ressort ainsi à **5,3%**.

En outre, la prime induite par la Distribution aux Actionnaires sur l'ANR Triple Net EPRA de liquidation publié par la Société pour la première fois au 31 décembre 2018, égal à **55,14 €** par Action (§ 3.4.2.2), ressort à **8,8%**.

5.5. Multiples boursiers de sociétés comparables

5.5.1. Composition du panel

Nous nous sommes attachés à constituer un échantillon de sociétés cotées comparables tant en termes de taille que de nature de patrimoine immobilier (principalement constitué de bureaux situés en Île-de-France), par référence aux informations disponibles au 31 décembre 2018 (les « **Comparables Boursiers** »).

⁶⁰ L'hypothèse de revente des immeubles s'inscrit dans un contexte de taux de capitalisation contribuant au maintien de valeurs immobilières à un niveau élevé (§ 4.1.2).

Comparables boursiers						
Sociétés	Terreïs	Gecina	Société Foncière Lyonnaise	CeGeREAL	Société de la Tour Eiffel	Immobilière Dassault
Date publication	31/12/2018	31/12/2018	31/12/2018	31/12/2018	31/12/2018	31/12/2018
Patrimoine (HD) (M€)	2 193	19 270	6 570	1 409	1 717	669
Nombre d'actifs	88	183	20	5	n.d	21
Valeur moyen HD / actif	25	105	328	282	n.d	32
Surface locative (m ²)	166 112	2 291 937	392 300	189 400	498 463	n.d
Taux d'occupation	97,2%	94,9%	98,4%	96,1%	85,2%	87,0%
Revenus locatifs (M€)						
Revenus locatifs bruts	67	662	194	53	67	15
Revenus locatifs nets	68	607	183	37	61	15
Activité						
Bureaux	80%	72%	78%	95%	89%	99%
Commerces	13%	8%	21%	5%	-	-
Résidentiel	6%	17%	1%	-	-	1%
Autres (Hôtels)	1%	3%	-	-	11%	-
Répartition géographique						
Paris/Ile de France	99%	97%	99%	100%	73%	100%
Paris QCA	82%	34%	83%	n.d	-	100%
Province	2%	3%	1%	-	16%	-
Autres	-	-	-	-	11%	-
Taux de rendement moyen						
Bureaux	[3%- 5,5%]	4%	3%	n.d	5%	n.d
Commerces	[2,75% - 4,75%]	2%	3%	n.d	-	-
Résidentiel	n.d	3%	n.d	-	-	n.d
Autres	n.d	6%	-	-	5%	-

Source : Rapports annuels/semestriels des sociétés
n.d : non disponible

Le profil des Comparables Boursiers est repris en annexe du présent rapport.

5.5.2. Modalités de calcul des multiples

L'évaluation analogique de Terreïs par les Comparables Boursiers repose sur :

- une capitalisation boursière moyenne 1 mois déterminée en date du 29 mars 2019 ;
- les multiples d'ANR EPRA de liquidation⁶¹ ;
- les multiples d'ANR Triple Net EPRA de liquidation ;
- les multiples de loyers nets.

Les agrégats de référence de Terreïs, de même que ceux des Comparables Boursiers, se réfèrent aux comptes consolidés publiés au 31 décembre 2018.

⁶¹ Nous avons mobilisé la référence à l'ANR EPRA de liquidation en sus de l'ANR Triple Net EPRA pour intégrer les multiples boursiers d'Immobilière Dassault, qui ne communique que sur l'ANR EPRA de liquidation.

Agrégats publiés (M€)				
Sociétés	Capi. boursière	ANR EPRA de liquidation	ANNR EPRA	Loyers Nets
Gecina	9 936	12 019	11 941	607
Société Foncière Lyonnais e	3 036	4 142	4 017	183
CeGeREAL	616	649	640	37
Société de la Tour Eiffel	644	788	834	61
Immobilière Dassault	449	375	n.d	13

Source : rapports annuels

Les multiples extériorisés par les Comparables Boursiers et la valorisation de l'Action qui en découle sont présentés ci-après.

À l'exception d'Immobilière Dassault, les décotes sur ANR ainsi que le ratio Valeur d'Entreprise (« VE »)/Loyers nets apparaissent relativement homogènes sur le panel des Comparables Boursiers au vu des informations ci-après :

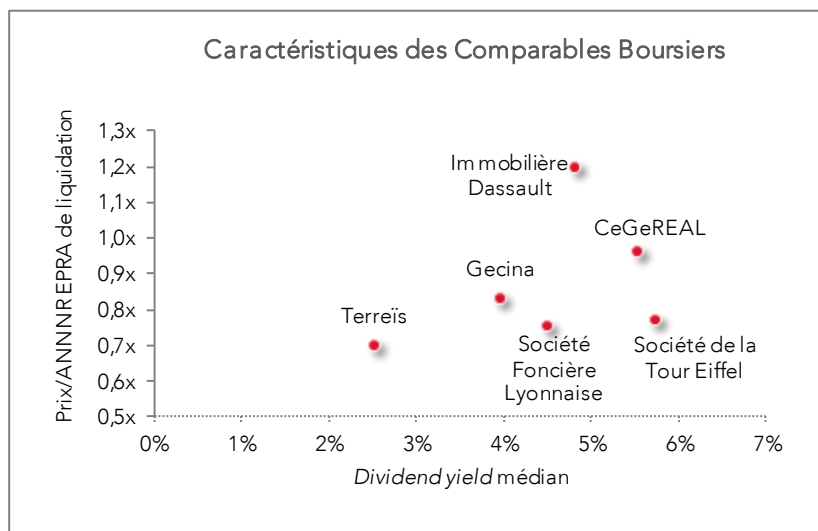
Multiples boursiers			
	Prix / ANR EPRA de liquidation	Prix / ANNRR EPRA	VE/Loyers nets
Gecina	0,8x	0,8x	28,7x
Société Foncière Lyonnais e	0,7x	0,8x	28,4x
CeGeREAL	0,9x	1,0x	31,8x
Société de la Tour Eiffel	0,8x	0,8x	17,8x
Immobilière Dassault	1,2x	-	45,2x
Multiple médian	0,8x	0,8x	28,7x
Agrégat (M€)	1 462	1 415	68
Valeur d'entreprise (M€)			1 947
Dette nette (M€)			(704)
Capitaux propres (M€)	1 209	1 135	1 243
Nombre d'actions dilué	25 661 322	25 661 322	25 661 322
Valeur par Action	47,1 €	44,2 €	48,4 €
Prime induite	27,4%	35,7%	23,8%

Source : Ledouble

Les multiples médians de notre échantillon conduisent à une valorisation de l'Action comprise entre 44,2 € et 48,4 €, soit une prime induite par la Distribution aux Actionnaires (60,0 €) s'échelonnant entre 23,8% et 35,7%.

À titre d'information, nous présentons ci-après un état comparatif des caractéristiques, en termes de décote sur ANR Triple Net EPRA de liquidation et de rendement du titre :

- > de la Société ; et
- > des Comparables Boursiers au sein desquels un Actionnaire, à l'issue de l'Opération, pourrait être amené à réinvestir la Distribution aux Actionnaires :
 - les multiples sont fondés sur une capitalisation boursière au 29 mars 2019 et les derniers ANR Triple Net EPRA de liquidation publiés ;
 - le taux de rendement ou *dividend yield* médian est calculé sur la période 2014-2018 et associé à une capitalisation boursière annuelle moyenne :



Source : Capital IQ, Bloomberg

Ainsi, dans les circonstances actuelles et au vu de l'historique des rendements et des décotes sur ANR Triple Net de Terreïs⁶² et des Comparables Boursiers, l'Opération permettrait à un actionnaire de Terreïs de réinvestir dans le secteur immobilier à des conditions satisfaisantes.

5.6. Primes et décotes d'ANR sur les offres publiques comparables

Les transactions comparables sélectionnées concernent des foncières cotées soumises au régime SIIC, impliquées dans des offres publiques depuis 2015 (les « Comparables Transactionnels »).

Il en ressort un prix d'offre généralement supérieur à l'ANR Triple Net EPRA de liquidation :

Date visa AMF	Société Cible	Initiatrice	Type de l'offre	Intention RO	Prime sur ANNR EPRA
31/03/2015	Foncière des Murs	Foncière des Régions	OPA	Non	1,0x
08/01/2016	CeGeREAL	Northwood Investors	OPAS	Non	1,0x
28/04/2016	Foncière de Paris SIIC	Eurosic	OPA / OPE	Oui	1,1x
17/05/2016	Foncière des Murs	Foncière des Régions	OPE	Non	1,0x
13/07/2016	Foncière de Paris SIIC2	Gecina	OPA / OPE	Oui	1,2x
19/09/2017	Eurosic	Gecina	OPAS / OPES	Oui	1,0x
14/11/2017	ANF Immobilier	Icade	OPAS	Non	1,1x
23/01/2019	Selectirente	Tikehau Capital	OPA	Non	1,0x
Médiane générale					1,0x
Médiane avec intention de RO					1,1x

Source : notes en réponse des sociétés cibles

⁶² Décote calculée sur la base du cours moyen 1 mois avant l'Annonce, à mettre en perspective de la décote d'ANR EPRA de liquidation de Terreïs observée sur une moyenne période (§ 5.3.1) ; pour mémoire, la Société ne publiait pas historiquement d'ANR Triple Net EPRA de liquidation.

Ces transactions extériorisent un multiple médian sur ANR Triple Net EPRA de liquidation de **1,0x** sur la base du dernier ANR Triple Net EPRA de liquidation publié ; le multiple médian de **1,1x** observé pour les opérations ayant visé le retrait obligatoire traduit le caractère indemnitaire du prix d'offre.

La Distribution aux Actionnaires (60,0 €) induit une prime médiane générale de 4,2% sur le multiple d'ANR Triple Net EPRA de liquidation, et une prime légèrement négative de (1%) dans un contexte de retrait obligatoire :

Agrégats	Multiple de transaction (a)	ANNR EPRA Société (b)	Valeur induite (a)*(b)	Prime/(décote)
Médiane générale	1,0x	55,1 €	57,6 €	4,2%
Médiane avec intention de RO	1,1x	55,1 €	60,6 €	(1,0%)

Source : Ledouble

Hors prise en compte de l'offre de surenchère sur les titres Foncière de Paris SIIC en juillet 2016 initiée par Gecina pour contrer l'offre initiée par Eurosic en avril 2016, laquelle a cependant *in fine* été mise en œuvre, la prime médiane générale s'ajuste à 4,8% et la prime dans un contexte de retrait obligatoire devient positive à 1,3% :

Agrégats	Multiple de transaction (a)	ANNR EPRA Société (b)	Valeur induite (a)*(b)	Prime/(décote)
Médiane générale	1,0x	55,1 €	57,2 €	4,8%
Médiane avec intention de RO	1,1x	55,1 €	59,2 €	1,3%

Source : Ledouble

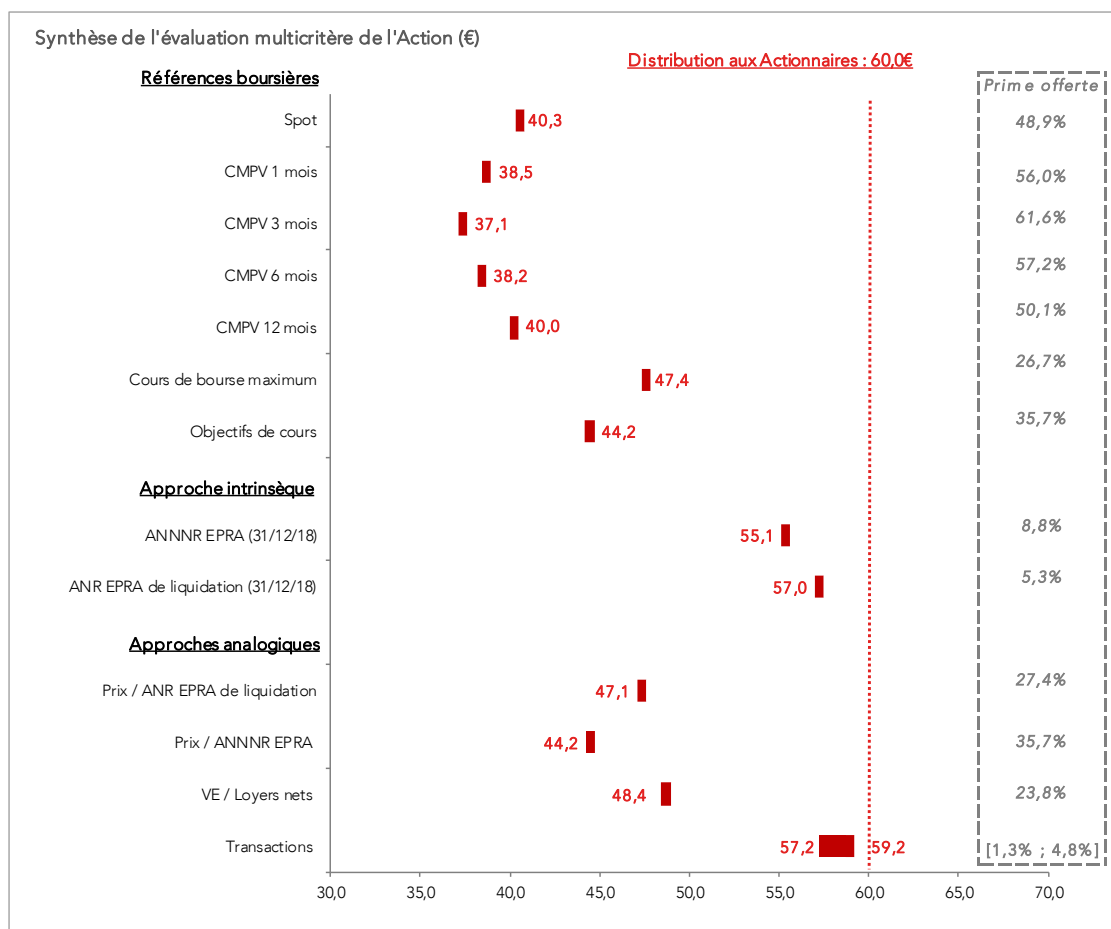
En synthèse, sur la base d'un ANR Triple Net EPRA de liquidation de 55,14 € par Action au décembre 2018 (§ 3.4.2.2) :

- > la valeur unitaire de l'Action calculée par le multiple médian de 1,0x du panel des Comparables Transactionnels s'établit à **57,2 €**, soit une prime de **4,9%** induite par la Distribution aux Actionnaires⁶³ ;
- > le multiple médian de 1,1x du panel des Comparables Transactionnels dans la perspective d'un retrait obligatoire conduit à valoriser l'Action à **59,2 €**, soit une prime de **1,3%** induite par la Distribution aux Actionnaires⁶⁴.

⁶³ La valeur de l'Action calculée par le multiple moyen du panel des Comparables Transactionnels s'établit à 56,5 €, soit une prime de 6,2% induite par la Distribution aux Actionnaires.

⁶⁴ La valeur de l'Action calculée par le multiple moyen du panel des Comparables Transactionnels est identique.

5.7. Synthèse de l'Évaluation



En définitive :

- La valeur de l'Action considérée avant la Transaction est inférieure à la Distribution aux Actionnaires ;
- Les objectifs de cours des analystes avant l'Annonce se situaient nettement en-deçà de la Distribution aux Actionnaires ;
- La Distribution aux Actionnaires neutralise la décote sur ANR caractérisant le titre Terreïs en bourse, et confère à son détenteur une marge de réinvestissement dans le secteur immobilier ;
- Le niveau de prime extériorisée par la Transaction est compatible avec les primes recensées dans le cadre des offres publiques intervenues au cours des dernières années, ayant impliqué des SIIC et incluant les opérations motivées par un retrait obligatoire.

6. Appréciation du Prix d'Offre ADP et des Distributions ADP

En janvier 2011, la Société a émis 573.594 Actions de Préférence.

Au 31 mars 2019, le nombre résiduel d'ADP composant le capital de la Société ressort à 59.976 (§ 2.2.2.1).

Afin de déterminer la prime de conversion de ces ADP, la Société se réfère à une table actuarielle correspondant au « tableau des tarifs des rentes sur une tête » des rentes viagères immédiates à garantie fixe⁶⁵, qui détermine le prix de rente en fonction de l'âge et du sexe du crédentier, le prix de la rente étant dégressif au fil des années par rapport à la date de naissance de son bénéficiaire.

Le Conseil d'Administration a maintenu en 2019 la table actuarielle antérieure.

L'application de cette table actuarielle confère à l'ensemble des porteurs d'Actions de Préférence une prime de conversion de **3,72 €** par ADP ; cette prime de conversion est susceptible d'être versée en l'occurrence au porteur le plus jeune. En conséquence, le Prix d'Offre ADP a été fixé à **38,34 €**, correspondant au prix de l'OPRA par Action (34,62 €), majoré du montant de la prime de conversion (3,72 € par ADP).

Conformément aux statuts de la Société, les titulaires d'ADP se voient en outre conférer un droit à dividende prioritaire par rapport aux Actions Ordinaires, soit un montant de **0,18 €** par ADP. Ainsi, le montant des Distributions de 25,38 € par Action est majoré de 0,18 € par ADP⁶⁶, soit un montant de distribution de **25,56 €** par ADP.

Au global, les détenteurs d'ADP de la Société percevront donc **63,90 €** par ADP au titre des Distributions ADP.

Le Prix d'Offre ADP et les Distributions ADP ne sont pas de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre les porteurs d'ADP dans la mesure où :

- la prime de conversion uniformément retenue (3,72 € par ADP) est la prime la plus avantageuse, dès lors que, comme indiqué *supra*, elle correspond à la prime la plus élevée au sein de la collectivité des porteurs d'ADP ;
- les règles de calcul du dividende précipitaire sont de nature statutaire et érigées antérieurement à la Transaction.

⁶⁵ Résultant du formulaire Cerfa n° [51182#11](#).

⁶⁶ Au titre du dividende versé pour l'exercice 2018.

7. Conclusion

La Distribution aux Actionnaires de 60 € reflète l'économie générale de l'Opération, en particulier le caractère indissociable des termes de la Transaction et des termes de l'OPRA suivie, le cas échéant, de l'OPR-RO, selon le principe de restitution aux Actionnaires de la contrepartie de la Transaction et des fonds propres consolidés de Terreïs, en l'absence de perspectives de réinvestissement pour Terreïs dans les conditions actuelles du marché immobilier.

En conclusion du présent Rapport aux Actionnaires, et par référence au périmètre de la Transaction à l'Année de l'Opération, extériorisant une prime de 6,7% sur la Valeur du Portefeuille :

- nous sommes d'avis que :
 - les termes de la Transaction sont équitables ;
 - l'égalité de traitement des détenteurs d'Actions Ordinaires est respectée ;
 - l'égalité de traitement des détenteurs d'ADP est respectée ;
- en outre, il ne nous a pas été signalé et nous n'avons pas recensé :
 - d'accords connexes à la Transaction, dont le corpus juridique est consigné dans le Protocole ;
 - d'opérations connexes à l'OPRA suivie, le cas échéant, de l'OPR-RO, autres que la Transaction.

Le présent Rapport aux Actionnaires a été établi⁶⁷ pour leur information dans la perspective de l'Assemblée Générale du 6 mai 2019 et sur la base des éléments dont nous disposons à ce jour. Notre opinion ne préjuge pas des événements subséquents et des travaux complémentaires que nous réaliserons pour l'émission de l'Attestation d'Équité⁶⁸ relative au Prix d'Offre et au Prix d'Offre ADP dans le cadre de l'OPRA suivie, le cas échéant, de l'OPR-RO.

Paris, le 12 avril 2019

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETÉ

Stéphanie GUILLAUMIN

⁶⁷ Conformément à la position-recommandation n°2015-05 de l'AMF.

⁶⁸ Conformément à l'article 261-1 I (alinéas 1°, 3°, 4° et 5°) et II du règlement général de l'AMF.

Annexe : Présentation des comparables boursiers

Société	Pays	Description	Capitalisation 29/03/2019	ANNNR EPRA	Répartition du patrimoine par zone géographique	Répartition du patrimoine par classe d'actif
Gecina	FR	<p>Créée en 1959, Gecina est une foncière française cotée qui a opté pour le statut SIIC en 2003.</p> <p>Gecina est spécialisée dans la location de bureaux prime principalement à Paris, mais détient également un portefeuille de résidences traditionnelles, des résidences étudiants et des hôtels.</p> <p>Gecina a réalisé, par voie d'OPA/OPE, l'acquisition du groupe Eurosic en 2017 et dispose d'un patrimoine estimé à 19 270 M€ (hors droits) fin 2018.</p>	9,9 Md€	11 941M€	<ul style="list-style-type: none"> IDF- Paris Paris QCA Province 	<ul style="list-style-type: none"> Bureaux Commerces Résidentiel Autres (Hôtels)
Société Foncière Lyonnaise	FR	<p>Créée en 1879, Société Foncière Lyonnaise (SFL) est une foncière française ayant opté pour le statut SIIC en 2003.</p> <p>SFL est spécialisée dans la location de bureaux prime à Paris.</p> <p>SFL dispose d'un patrimoine hors droits estimé à 6 570 M€ fin 2018.</p>	3,0 Md€	4 017M€	<ul style="list-style-type: none"> IDF- Paris Paris QCA Province 	<ul style="list-style-type: none"> Bureaux Commerces Résidentiel
Société de la Tour Eiffel	FR	<p>Créée en 1889, Société de la Tour Eiffel (STE) est une foncière française cotée ayant obtenu le statut SIIC en 2004.</p> <p>Depuis le rachat par voie de fusion d'Affine RE fin 2018, STE se concentre sur un patrimoine de bureaux en Ile-de-France et dans le centre de Paris.</p> <p>STE dispose d'un patrimoine hors droits estimé à 1 717 M€ fin 2018.</p>	0,6 Md€	834M€	<ul style="list-style-type: none"> IDF- Paris Province Autres 	<ul style="list-style-type: none"> Bureaux Autres (Hôtels)
CeGeREAL	FR	<p>Créée en 1999, CeGeREAL est une foncière française introduite en bourse et ayant obtenu le statut SIIC en 2006.</p> <p>CeGeREAL est spécialisée dans la location de bureaux prime en Ile-de-France.</p> <p>CeGeREAL dispose d'un patrimoine estimé à 1 409 M€ fin 2018.</p>	0,6 Md€	640M€	<ul style="list-style-type: none"> IDF- Paris 	<ul style="list-style-type: none"> Bureaux Commerces
Immobilière Dassault	FR	<p>Créée en 1975, Immobilière Dassault est une foncière française cotée depuis 1999 ayant obtenu le statut SIIC en 2006.</p> <p>Immobilière Dassault est spécialisée dans l'investissement locatif de bureaux prime sur le secteur QCA de Paris.</p> <p>Depuis le rachat de la société CPPJ au deuxième semestre 2018, Immobilière Dassault est propriétaire d'un portefeuille de 21 actifs représentant un patrimoine estimé à 669 M€ fin 2018.</p>	0,4 Md€	n.a.	<ul style="list-style-type: none"> Paris QCA 	<ul style="list-style-type: none"> Bureaux* Commerces Résidentiel

* Dernier disponible

Sources : Documents de référence 2018

* Comprend des immeubles mixtes alliant Bureaux et Commerces.