



AGNÈS PINIOT

INMOBILIARIA COLONIAL

Castellana Av. 52
28046 Madrid
Espagne

SOCIETE FONCIERE LYONNAISE

42 rue Washington
75008 Paris
France

**FUSION-ABSORPTION DE
SOCIETE FONCIERE LYONNAISE
PAR INMOBILIARIA COLONIAL**

Rapport du commissaire à la fusion

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



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

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

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

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

- à vérifier que les méthodes d'évaluation retenues par les parties pour déterminer le rapport d'échange sont adéquates, que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à la Fusion sont pertinentes, et que le rapport d'échange (le « **Rapport d'Echange** ») est équitable¹ ;
- à examiner la ou les méthodes utilisées pour déterminer le montant de l'offre de rachat² (le « **Prix de Sortie** ») proposée aux actionnaires de SFL qui voteraient contre la Fusion, expliquer si ces méthodes sont adéquates³ et apprécier le montant de l'offre de rachat en considérant « *le prix de marché des actions de SFL et Colonial avant l'annonce du projet⁴ de fusion ou la valeur de SFL et Colonial sans tenir compte de l'effet de la fusion envisagée* »⁵ ;

➤ **au titre de la réglementation espagnole⁶ :**

- à vérifier que le Rapport d'Echange et le Prix de Sortie proposés le 18 février 2025 aux actionnaires de SFL (la « **Date de Communication** ») sont appropriés et justifiés⁷ ;
- à prendre en considération, pour l'appréciation du Prix de Sortie, « *le prix de marché des actions de SFL et Colonial avant l'annonce du projet de fusion ou la valeur de SFL et Colonial sans tenir compte de l'effet de la fusion envisagée* »⁸ ;

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

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

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

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

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

³ Source : Ordonnance.

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

⁵ Source : Ordonnance.

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

⁷ Source : Ordonnance et article 6 du Décret Espagnol.

⁸ Source : Ordonnance.

- à vérifier que la valeur des actifs nets des passifs apportés par SFL (la « **Valeur des Apports** »), arrêtée dans le projet de traité de fusion, signé par les représentants de la Société Absorbante et de la Société Absorbée le 4 mars 2025 (le « **Traité de Fusion** »), correspond au moins au montant de l'augmentation du capital de la Société Absorbante⁹ ;
- à apprécier, le cas échéant, « *les garanties offertes aux créanciers de SFL et de Colonial* »¹⁰.

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

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

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

⁹Source : Ordonnance et article 41 du Décret Espagnol.

¹⁰Source : Ordonnance et article 6 du Décret Espagnol.

1. Présentation de la Fusion

1.1. Contexte général de l'opération

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

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

- la création d'un groupe leader européen sur le marché des actifs de premier choix et doté de valeurs fortes, notamment en termes de critères ESG¹¹ ;
- la simplification et la rationalisation de la structure du Groupe dans un souci d'amélioration de son efficacité opérationnelle ;
- le renforcement de sa position concurrentielle avec une amélioration de la liquidité de ses titres sur les marchés de capitaux et de son accès au financement ;
- la recherche de synergies, Colonial et SFL intervenant dans le même secteur d'activité sur des actifs de premier ordre ;
- d'offrir, aux actionnaires minoritaires de SFL, une plus grande liquidité de leur investissement en leur permettant de devenir actionnaires de Colonial, tout en continuant à bénéficier d'obligations de distribution de dividendes équivalentes¹².

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

1.2. Présentation des sociétés participant à l'Opération

1.2.1. SFL, Société Absorbée

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

1.2.1.1. Structure du capital

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

¹¹ Environnement, Social, Gouvernance.

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

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

SFL - Répartition du capital

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

Source : SFL

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

Compte tenu des prévisions de performance de SFL, le nombre potentiel d'Actions Gratuites SFL à émettre est estimé par la direction de SFL à 125.130¹³.

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

Nombre d'Actions Dilué SFL

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

Source : SFL

1.2.1.2. Activité de SFL

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

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

¹³ Situation au 28 février 2025.

1.2.1.3. Financement obligataire

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

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

1.2.2. Colonial, Société Absorbante

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

1.2.2.1. Structure du capital

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

Dans le cadre de plans de performance, Colonial distribue des actions aux mandataires sociaux et aux salariés en fonction des réalisations de l'année écoulée, prélevées sur les actions autodétenues. En l'absence d'émission d'actions nouvelles, les actions de performance n'ont pas d'impact dilutif complémentaire sur le capital de Colonial¹⁴.

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

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

Source : Colonial

1.2.2.2. Activité

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

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

¹⁴ À la date du présent rapport.

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

1.2.3. Lien entre les sociétés

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

1.3. Principales dispositions de la Fusion

Les modalités de réalisation de la Fusion, qui sont présentées de façon détaillée dans le Traité de Fusion, peuvent se résumer comme suit¹⁶.

1.3.1. Date de réalisation juridique

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

- la confirmation par l'AMF que Colonial n'est pas tenue de déposer une offre publique de retrait visant les actions SFL en application de l'article 236-6 2° du règlement général de l'AMF et après l'expiration du délai de recours contre cette décision¹⁷ ;
- l'approbation de la Fusion par l'assemblée générale des actionnaires de SFL ;
- l'approbation de la Fusion par l'assemblée générale des actionnaires de Colonial ;
- la délivrance par le greffe du Tribunal de commerce de Paris de l'attestation de conformité en application des articles L. 236-42 et R. 236-29 et suivants du Code de commerce certifiant la régularité de la Fusion et la conformité des actes et formalités préalables à la Fusion ;
- la réalisation du contrôle de légalité sans objection par le Registre du Commerce de Madrid.

Conformément à l'article 5.5 du Traité de Fusion :

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

¹⁵ Au 31 décembre 2024.

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

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

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

1.3.2. Date d'effet comptable et fiscal

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

1.3.3. Comptes utilisés pour les besoins de Fusion

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

Ces comptes seront soumis à l'approbation des actionnaires de SFL¹⁹ et de Colonial.

1.3.4. Distribution de dividendes

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

De la même manière, les actionnaires de Colonial percevront le dividende au titre de l'exercice 2024 en amont de la Date de Réalisation²¹.

1.4. Description et évaluation des apports

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

1.4.1. Principe de valorisation des apports

En application des principes comptables applicables en Espagne, les actifs apportés et les passifs transmis par la Société Absorbée seront transférés à la Société Absorbante sur la base de leur valeur nette comptable à la Date d'Effet Comptable²² telle qu'elle ressortira des comptes de SFL.

1.4.2. Description des apports de référence au 1^{er} janvier 2025

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

¹⁸ Aux termes de l'article 5.12 du Traité de Fusion.

¹⁹ Prévus le 23 avril 2025.

²⁰ Au titre du résultat de l'exercice 2024.

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

²² Aux termes de l'article 7.4 du Traité de Fusion.

SFL - Comptes sociaux

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

Source : SFL

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

Les provisions réglementées, dont le solde s'établit à 27.327.388 € au 31 décembre 2024, devront être reconstituées²³ à l'issue de la Fusion dans les livres de la Société Absorbante.

Au 1^{er} janvier 2025, les engagements hors bilan de SFL liés à des travaux de construction s'élèvent à 95.998.000 €²⁴.

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

1.4.3.1. Actif Net Apporté Provisoire

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

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

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

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

²³ Pour le solde à la Date d'Effet Comptable.

²⁴ Article 7.1 du Traité de Fusion.

- d'une estimation de la distribution du Dividende SFL (§1.3.4) ;
- d'une projection de l'activité de SFL depuis le 1^{er} janvier 2025 jusqu'à la Date d'Effet Comptable tenant compte du résultat statutaire estimé sur la période, en ce y compris d'éventuels aléas et la variation des provisions réglementées²⁵.

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

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

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

1.4.3.2. Actif Net Apporté Définitif

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

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

1.5. Rémunération des apports

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

1.5.1. Détermination du Rapport d'Échange

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

Les experts mandatés par Colonial²⁶ et le comité indépendant²⁷ de SFL²⁸ ont confirmé le caractère équitable du Rapport d'Échange, respectivement pour les actionnaires de Colonial et de SFL.

²⁵ Constatée sous forme de dotation aux provisions.

²⁶ Morgan Stanley.

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

²⁸ Rothschild & Co.

1.5.2. Actions gratuites

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

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

1.5.3. Actions autodétenues

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

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

1.6. Prix de Sortie

Conformément à l'article L. 236-40 du Code de commerce, les actionnaires de SFL qui auront voté contre la Fusion lors de l'assemblée générale de SFL pourront exercer leur droit de sortie sur les actions SFL qu'ils détiennent au Prix de Sortie de 77,5 € par action, coupon attaché²⁹.

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

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

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

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

En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité. Elle n'implique pas non plus une validation du régime fiscal applicable la Fusion. En outre, ma mission ne saurait être

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

assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

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

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

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

- prise de connaissance approfondie de la Fusion et de son contexte juridique, économique et financier ;
- étude des dispositions juridiques encadrant ma mission ;
- entretiens avec les collaborateurs et dirigeants de SFL et Colonial en charge de la Fusion ainsi que leurs conseils financiers³⁰ et juridiques³¹ ;
- examen du corpus juridique de la Fusion, incluant le Traité de Fusion et ses annexes ainsi que la documentation relative à la fixation du Prix de Sortie ;
- revue des éléments financiers et juridiques relatifs à l'OPE 2021 ;
- contrôle de la réalité et de la pleine propriété des actifs apportés ;
- analyse de la démarche suivie par les équipes de SFL pour s'assurer de l'absence de restriction au transfert des actifs et des passifs dans le cadre de la Fusion ;
- vérification du respect de la réglementation comptable en vigueur en matière de valorisation des apports ;
- revue des états financiers historiques de SFL et Colonial, ainsi que de leurs comptes annuels et consolidés respectifs au 31 décembre 2024 certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- examen des expertises immobilières de SFL et Colonial au 31 décembre 2024 ;
- visite d'actifs inscrits à l'actif de SFL, sélectionnés par sondages ;
- désignation par mes soins d'un expert immobilier³² (l'« **Expert Immobilier Tiers** ») et de son correspondant espagnol, qui ont (i) procédé à la revue des expertises immobilières établies à la demande de SFL et Colonial pour l'établissement de leurs comptes consolidés, (ii) visité des actifs pour en appréhender les caractéristiques, et (iii) confirmé les valorisations immobilières de SFL et Colonial au 31 décembre 2024 ;
- entretiens avec l'Expert Immobilier Tiers et revue de ses conclusions ;
- examen des plans d'affaires établis par la direction de SFL et Colonial, approuvés par leurs organes de gouvernance respectifs, ainsi que des hypothèses sous-tendant les prévisions ;

³⁰ Rothschild & Co pour SFL et Morgan Stanley pour Colonial.

³¹ Gide Loyrette Nouel pour SFL et Darrois Villey Maillot Brochier pour Colonial.

³² Euroflemming Expertise.

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

3. Appréciation du caractère équitable du Rapport d'Échange

3.1. Présentation des méthodes retenues par les parties

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

- une **méthode patrimoniale** par référence aux indicateurs EPRA NTA³³ et EPRA NDV³⁴ au 31 décembre 2024, qui extériorise une parité comprise entre **9,1x** et **9,2x** ;
- une **approche mixte** comparant, d'une part, la valeur de l'action Colonial déterminée par référence au prix de l'augmentation de capital de Colonial souscrite en mai 2024 par Criteria et, d'autre part, le cours de bourse de SFL à la Date d'Annonce, qui extériorise une parité de **9,4x** ;
- une **référence boursière** fondée sur le cours cible des analystes financiers à la Date d'Annonce, qui extériorise une parité de **10,0x** ;
- une **méthode analogique** par référence à l'indicateur EPRA NTA au 31 décembre 2024 après prise en compte de la décote historique d'actif net réévalué (« **ANR** ») constatée sur des sociétés comparables, qui extériorise une parité de **9,1x** ;
- une **approche transactionnelle** tenant compte des transactions significatives réalisées entre 2016 et 2021 sur le capital de SFL, qui extériorise une parité comprise entre **7,5x** et **9,7x** ;
- une **référence de marché** comparant le cours de bourse de Colonial à la Date de Communication et l'EPRA NTA de SFL ajusté de la décote d'ANR constatée sur des transactions comparables, qui extériorise une parité de **13,3x**.

³³ Net Tangible Assets.

³⁴ Net Disposal Value.

3.2. Appréciation des valeurs relatives attribuées à SFL et Colonial

3.2.1. Appréciation des méthodes de valorisation

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

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

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

Par ailleurs, j'ai pris connaissance des synergies attendues du rapprochement de SFL et Colonial, sur la base des économies de coûts envisagées à la suite du retrait de la cote de SFL³⁵.

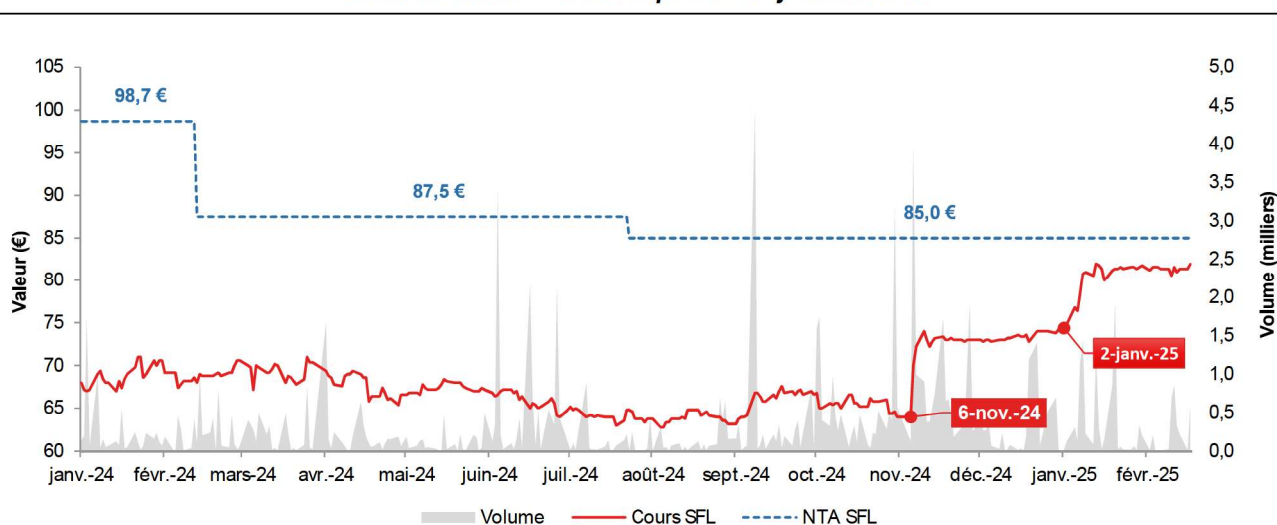
3.2.2. Méthodes d'évaluation écartées

3.2.2.1. Cours de bourse après la Date d'Annonce

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

Après la Date d'Annonce, le cours de SFL a été affecté par une hausse, en deux temps³⁶, à la suite de l'anticipation par des actionnaires de SFL des conditions financières de la Fusion, conduisant à une réduction de la décote d'ANR qui existait préalablement à la Date d'Annonce.

Cours de bourse de SFL depuis le 1^{er} janvier 2024



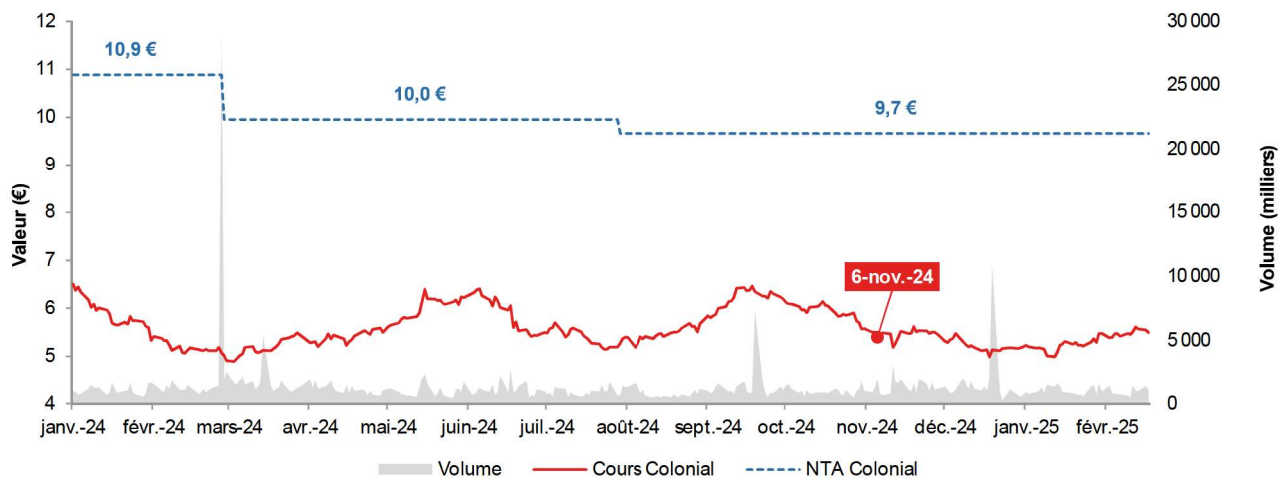
Source : Bloomberg, analyses Ledouble

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

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

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

Cours de bourse de Colonial depuis le 1^{er} janvier 2024



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

3.2.2.2. Actif net comptable

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

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

3.2.2.3. Actualisation des dividendes futurs

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

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

3.2.2.4. Comparables boursiers

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

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

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

3.2.3. Méthodes d'évaluation mises en œuvre

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

La référence boursière tient compte des cours de bourse de SFL et Colonial à court et moyen terme³⁷ avant la Date d'Annonce.

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

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

Cours de bourse avant la Date d'Annonce

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

Source: Bloomberg, analyses Ledouble

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

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

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

En raison d'un flottant limité, l'action SFL est suivie par un nombre plus limité d'analystes que l'action Colonial³⁸.

Néanmoins, je considère que cette référence est nécessaire pour apprécier la situation des actionnaires minoritaires de SFL et Colonial³⁹.

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

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

³⁹ Au même titre que la référence boursière (§3.2.3.1).

Cours cible avant la Date d'Annonce

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

Source: Bloomberg, analyses Ledouble

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

3.2.3.3. Évaluation patrimoniale

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

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

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

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

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

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

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

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

Source: SFL, Colonial, analyses Ledouble

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

3.2.3.4. Évaluation intrinsèque DCF

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

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

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

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

À la différence des travaux des experts immobiliers, qui retiennent à l'issue des projections une valeur de sortie, mon calcul de la valeur terminale repose sur l'estimation, aux bornes des sociétés valorisées, d'un *cash-flow* libre durable selon un scénario de continuité d'exploitation⁴⁰.

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

- une approche en somme des parties (« SOTP ») qui s'appuie sur la somme de la Valeur d'Entreprise de SFL et de l'activité espagnole de Colonial estimées à partir de taux d'actualisation différenciés⁴¹ ;
- une approche globale qui se fonde sur les flux prévisionnels de trésorerie de Colonial et un taux d'actualisation estimé aux bornes du Groupe⁴².

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

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

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

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

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

Approche DCF

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

Source: analyses Ledouble

Je note que :

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

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

3.2.3.5. Référence transactionnelle

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

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

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

La mise en œuvre récente du Contrat de Liquidité sur l'exercice 2024 (les « **Transactions SFL 2024** ») a ainsi permis à certains porteurs d'actions SFL de les échanger contre 5,174⁴³ actions Colonial majorées d'une composante numéraire de 46,66 € (les « **Modalités du Contrat de Liquidité** »).

⁴³ Parité de 5 ajustée du dividende versé sur l'exercice 2024.

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

Transactions SFL 2024

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

Source : Colonial, Bloomberg, analyses Ledouble

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

(ii) Application des Modalités du Contrat de Liquidité

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

(a) Transaction Criteria

En mai 2024, la holding espagnole Criteria a souscrit à une augmentation de capital de Colonial⁴⁴ représentative de près de 14%⁴⁵ du capital de Colonial post opération (la « **Transaction Criteria** »).

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

Valeur de SFL induite par le Contrat de Liquidité

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

Source: Colonial, analyses Ledouble

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

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

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

(b) Autres références de valeurs de Colonial

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

Valeur de SFL induite par le Contrat de Liquidité

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

Source: Bloomberg, analyses Ledouble

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

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

3.2.3.6. Comparaison du rendement

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

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

Approche de rendement

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

Source: SFL, Colonial, analyses Ledouble

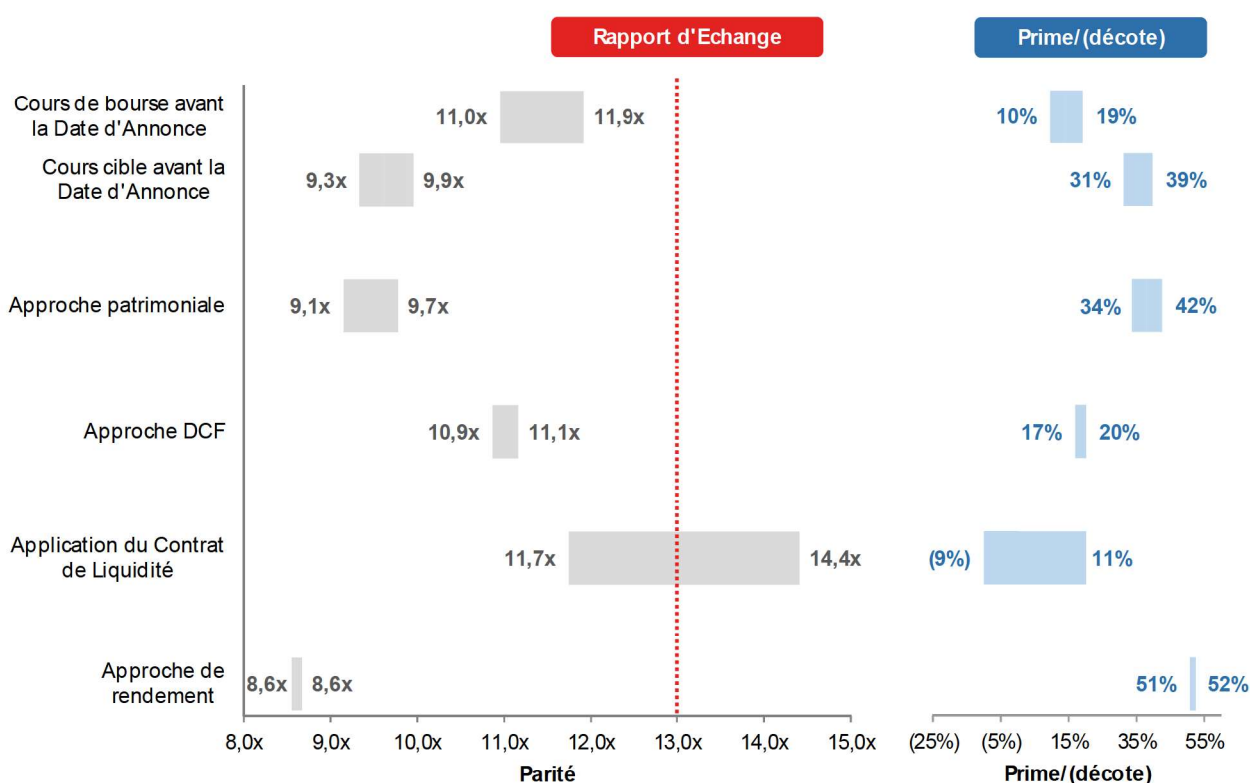
Par référence aux agrégats financiers, la parité est de l'ordre de 8,6x, soit une prime induite par le Rapport d'Échange autour de 51% à 52%.

3.2.4. Synthèse sur le Rapport d'Échange

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

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

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



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

- présente une prime sur les méthodes et les critères de valorisation, décrits à l'annexe 6 du Traité de Fusion, qui sont usuels et adaptés à l'activité ainsi qu'aux caractéristiques respectives de SFL et Colonial ;
- s'inscrit dans le haut de la fourchette des parités issues de l'évaluation multicritère que j'ai menée ;
- extériorise une prime au bénéfice de SFL sur l'essentiel des critères, qui se justifie par l'octroi aux actionnaires minoritaires de SFL de près de 20% des Synergies attendues de la Fusion⁴⁶ ;
- est apprécié pour Colonial également en fonction des conséquences favorables de la Fusion pour ses actionnaires (§3.3).

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

La Fusion offre par ailleurs l'opportunité :

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

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

3.3. Conséquences de la Fusion pour les actionnaires de Colonial

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

Il en ressort un impact de l'ordre de 1%, les Synergies⁴⁷ attendues compensant l'effet dilutif⁴⁸ associé à la Fusion.

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

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

Conformément aux dispositions légales françaises⁴⁹, les actionnaires de SFL qui auront voté contre la Fusion lors de l'assemblée générale de SFL pourront exercer leur droit de sortie sur les actions SFL au Prix de Sortie.

4.1. Présentation des méthodes retenues par les parties

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

- une **approche transactionnelle** par référence aux Modalités du Contrat de Liquidité appliquées au cours de bourse de Colonial apprécié à la Date de Communication⁵⁰, qui fait ressortir une valeur de l'action SFL comprise entre **74,2 €** et **75,1 €** ;
- une **approche boursière** tenant compte du cours de bourse de SFL à la Date de Communication⁵¹, qui extériorise une valeur de l'action SFL comprise entre **70,1 €** et **82,0 €** ;
- une **approche analogique** par référence à l'EPRA NTA de SFL au 31 décembre 2024 de **88,0 €**, après prise en compte des décotes d'ANR constatées :
 - sur le marché, sur plus ou moins longue période pour des sociétés comparables, ce qui induit une valeur de l'action SFL comprise entre **51,2 €** et **53,4 €** ;
 - sur des offres publiques initiées en Europe au cours des dernières années sur des foncières de bureaux, ce qui induit une valeur de l'action SFL de **73,2 €**.

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

⁴⁸ Les actions autodétenues par Colonial seront remises sur le marché.

⁴⁹ Article L. 236-40 du Code de commerce.

⁵⁰ Cours spot et CMPV 30 jours de bourse.

⁵¹ Cours spot, CMPV 60 et 180 jours de bourse.

4.2. Appréciation du Prix de Sortie

4.2.1. Méthodes écartées

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

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

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

- le cours de bourse de SFL à court et moyen terme⁵² avant la Date d'Annonce (§3.2.3.1) ;
- le cours cible des analystes de SFL avant la Date d'Annonce (§3.2.3.2) ;
- les indicateurs EPRA NTA et EPRA NDV au 31 décembre 2024 publiés et également ajustés de la valeur des frais de structure et des éventuels effets dilutifs associés aux plans d'actions gratuites (§3.2.3.3) ;
- la valorisation intrinsèque de SFL par l'approche DCF (§3.2.3.4) ;
- la moyenne pondérée par les volumes des Transactions SFL 2024 (§3.2.3.5.i).

4.2.3. Méthodes complémentaires

4.2.3.1. Cours à la Date de Communication

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

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

Cours de bourse à la Date de Communication

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

Source: Bloomberg, analyses Ledouble

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

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

4.2.3.2. Application du Rapport d'Echange

Pour tenir compte du contexte spécifique de la Fusion dans lequel le Prix de Sortie constitue une alternative au Rapport d'Échange, j'ai également estimé la valeur de l'action SFL par transparence avec le Rapport d'Échange appliqué au cours Colonial à court et moyen terme⁵³ à la Date de Communication, le cours n'ayant pas été affecté par l'annonce de la Fusion (§3.2.2.1).

Valeur de SFL induite par le Rapport d'Echange

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

Source: Bloomberg, analyses Ledouble

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

4.2.3.3. Application du Contrat de Liquidité

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

Les Modalités du Contrat de Liquidité ont été appliquées au cours Colonial à court et moyen terme⁵⁴ à la Date de Communication dans la mesure où ce dernier n'a pas été affecté par l'annonce de la Fusion (§3.2.2.1).

Valeur de SFL induite par le Contrat de Liquidité

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

Source: analyses Ledouble

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

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

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

4.3. Synthèse sur le Prix de Sortie

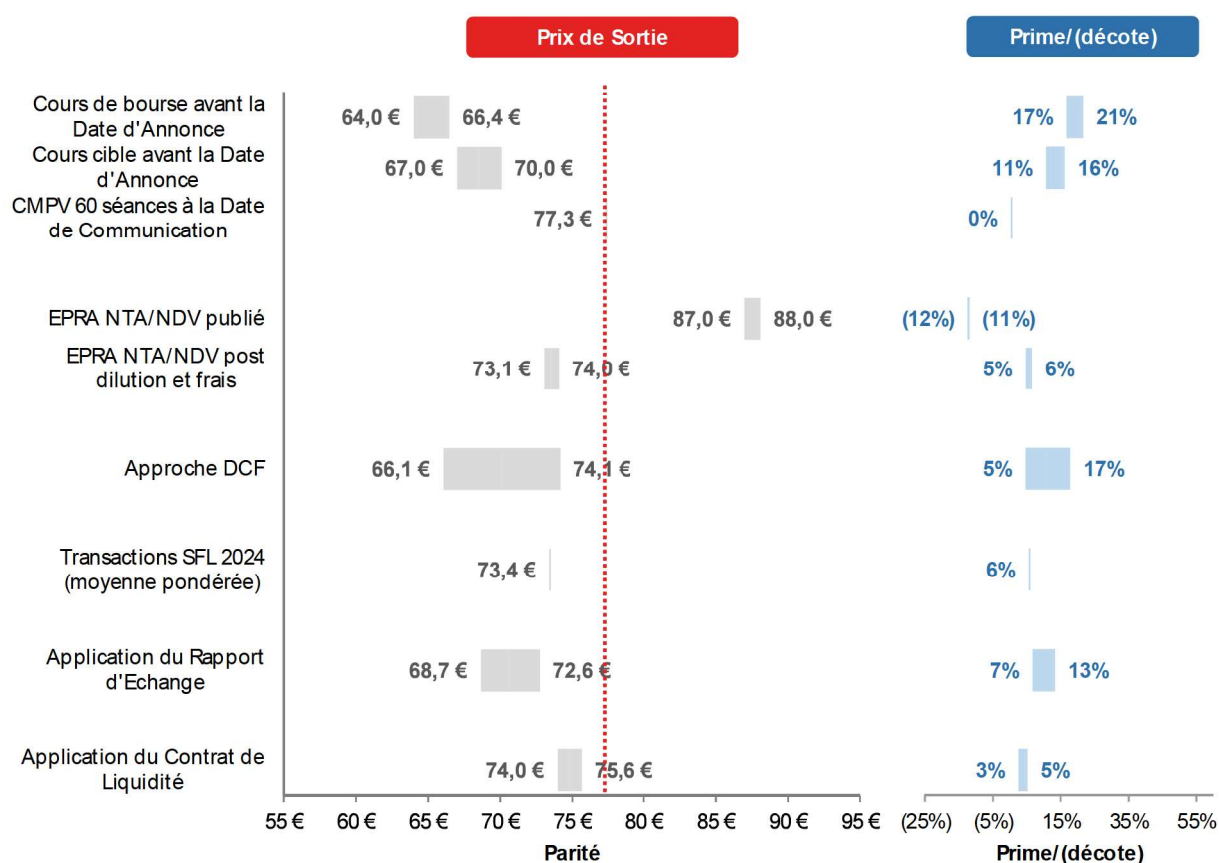
En exécution de la mission qui m'a été confiée, j'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires pour apprécier le caractère approprié et justifié du Prix de Sortie proposé, conformément à :

- l'Ordonnance ;
- l'article R. 236-26 du Code de commerce⁵⁵ ; et
- la réglementation espagnole.

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

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

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



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

J'observe que le Prix de sortie :

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

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

5. Appréciation de la Valeur des Apports

5.1. Méthode de la valorisation des apports

Les parties ont convenu d'évaluer les apports sur la base de leur valeur nette comptable (§1.4.1). À ce titre, j'observe que la méthode de valorisation des apports retenue par les parties, en application de la réglementation espagnole, est identique à celle envisagée par la réglementation comptable française en présence de sociétés sous contrôle commun⁵⁶.

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

5.2. Appréciation de la Valeur des Apports

5.2.1. Réalité des apports

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

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

À ce titre :

- les comptes annuels de SFL au 31 décembre 2024 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- SFL dispose des attestations de propriété pour l'ensemble des biens détenus et a confirmé l'absence d'éléments limitant la libre transférabilité des baux ;
- sur la base des travaux de son conseil juridique⁵⁷, SFL s'est assurée de l'absence d'éléments limitant la libre transférabilité des contrats de financement ;
- l'article 7.3 du Traité de Fusion prévoit que :
 - la Société Absorbante sera subrogée dans tous les droits et actions de la Société Absorbée à l'encontre des locataires ;
 - SFL confirme que l'ensemble de ses biens immobiliers sont libres de tout privilège ou hypothèque ;
- l'article 9 du Traité de Fusion précise que SFL déclare et garantit :
 - qu'à la date du Traité de Fusion, elle détient, et qu'à la Date de Réalisation, elle détiendra, l'intégralité des droits de propriété sur les actifs transférés ;
 - que ces actifs ne sont grevés d'aucune inscription, privilège, hypothèque, nantissement ou autre restriction ;
 - que l'apport de ces actifs n'est soumis à aucune autorisation ou approbation, et que si celle-ci était requise pour permettre le transfert des actifs ou des contrats, elle aura été dûment obtenue à la Date de Réalisation.

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

5.2.2. Valeur individuelle des apports

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

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

5.2.3. Valeur globale des apports

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

L'Actif Net Apporté Provisoire par action, après prise en compte du Nombre d'Actions Dilué SFL, est de **23,8 €**, soit un montant en net retrait par rapport à la fourchette des valeurs réelles de l'action SFL⁵⁸ (§4.3).

⁵⁷ Herbert Smith Freehills.

⁵⁸ Dont le minimum est de 64 €.

Actif Net Apporté Provisoire par action

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

Source: analyses Ledouble

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

5.3. Synthèse sur la Valeur des Apports

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

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

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

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

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

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

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

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

L'article 5.5 du Traité de Fusion précise :

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

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

7. Conclusion

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

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

Fait à Paris, le 6 mars 2025

Le commissaire à la fusion,

Agnès PINIOT

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

Présidente et associée de Ledouble SAS

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



AGNÈS PINIOT

INMOBILIARIA COLONIAL

Paseo de la Castellana 52
28046 Madrid
España

SOCIÉTÉ FONCIÈRE LYONNAISE

42 rue Washington
75008 París
Francia

**FUSIÓN POR ABSORCIÓN DE
SOCIÉTÉ FONCIÈRE LYONNAISE
POR INMOBILIARIA COLONIAL**

Informe de auditoría de la fusión

8, rue Halévy – 75009 PARÍS
Tel. 01 43 12 84 85 – E-mail apiniot@ledouble.fr
Experta del Tribunal de Apelación de París
Experta contable certificada
inscrita en el Colegio de París/Ile de France
Auditora de cuentas
Miembro de la Compagnie Régionale de Paris



A la atención de los accionistas de Société Foncière Lyonnaise e Inmobiliaria Colonial:

De acuerdo con el mandato recibido por resolución del Presidente del Tribunal de Commerce de París de fecha 12 de noviembre de 2024 (la “**Resolución**”), relativa al proyecto de fusión por absorción transfronteriza (la “**Fusión**”) por parte de la sociedad Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A. (la “**Sociedad Absorbente**” o “**Colonial**”) de su filial francesa, Société Foncière Lyonnaise (la “**Sociedad Absorbida**” o “**SFL**”), he elaborado el siguiente informe.

De conformidad con dicha Resolución, mi mandato en calidad de auditora de la fusión en el contexto específico de esta operación ha consistido en:

➤ **en lo referente a la normativa francesa:**

- verificar que los métodos de evaluación elegidos por las partes para determinar la relación de canje fueran los adecuados, que los valores relativos atribuidos a las acciones de las sociedades participantes en la fusión fueran pertinentes y que la relación de canje (la “**Relación de Canje**”) fuera equitativa¹;
- examinar el o los métodos empleados para determinar el importe de la oferta de adquisici n² (el “**Precio de Salida**”) propuesto a los accionistas de SFL que hayan votado en contra de la Fusión, explicar si tales métodos son adecuados³ y valorar el importe de la oferta de adquisición teniendo en cuenta “*el precio de mercado de las acciones de SFL y Colonial antes del anuncio del proyecto ⁴ de fusión o el valor de SFL y Colonial sin considerar el efecto de la fusión prevista*”⁵;

➤ **en lo referente a la normativa espa ola⁶:**

- verificar que la Relación de Canje y el Precio de Salida propuestos el 18 de febrero de 2025 a los accionistas de SFL (la “**Fecha de Comunicación**”) sean apropiados y justificados⁷;
- considerar, para la valoración del Precio de Salida, “*el precio de mercado de las acciones de SFL y Colonial antes del anuncio del proyecto de fusión o el valor de SFL y Colonial sin tener en cuenta el efecto de la fusión prevista*”⁸;
- verificar que el valor de los activos netos de los pasivos aportados por SFL (el “**Valor de las Aportaciones**”), determinado en el proyecto de tratado de fusión, firmado por los representantes de la Sociedad Absorbente y de la Sociedad Absorbida el día 4 de marzo de 2025

¹ Art. L. 236-10 del Código de Comercio francés: “[...] *Los auditores de la fusión comprobarán que los valores relativos atribuidos a las acciones de las sociedades participantes en la operación sean **pertinentes** y que la relación de canje sea **equitativa**. [...]. El o los informes de los auditores de la fusión quedarán a disposición de los accionistas. Estos informes indicarán:*

1.  El o los métodos empleados para determinar la relación de canje propuesta;

*2.  El carácter **adecuado** de este o estos métodos, así como los valores resultantes de cada uno de dichos métodos, además de un dictamen sobre la importancia relativa que se concede a estos métodos en la determinación del valor elegido;*

3.  Las dificultades particulares de la valoración, si las hubiera”.

² Art. L. 236-40 del Código de Comercio francés: “*En la o las sociedades absorbidas, los socios **que hayan votado contra la aprobación del proyecto de fusión transfronteriza**, los portadores de acciones sin derecho a voto y los socios cuyos derechos de voto est n temporalmente suspendidos **tendrán derecho a transmitir sus acciones o sus participaciones sociales**, siempre que el proyecto de fusión prevea que son titulares, en el momento de la operación, de acciones o participaciones sociales de una sociedad regida por la legislación de otro Estado miembro. La sociedad formular  una **oferta de adquisición de estas participaciones o acciones**”.*

³ Fuente: Resolución.

⁴ El 6 de noviembre de 2024 (la “**Fecha de Anuncio**”).

⁵ Fuente: Resolución.

⁶ Real Decreto Ley 5/2023 de 28 de junio de 2023 (el “**Decreto Español**”).

⁷ Fuente: Resolución y artículo 6 del Decreto español.

⁸ Fuente: Resolución.

(el “**Proyecto de Fusión**”), corresponde como mínimo al importe del incremento de capital de la Sociedad Absorbente⁹;

- evaluar, si procediese, “*las garantías ofrecidas a los acreedores de SFL y Colonial*”¹⁰.

Dado que mi mandato concluye con la presentación del presente informe, no me corresponde actualizarlo para tener en cuenta hechos y circunstancias posteriores a la fecha de firma.

A continuación encontrarán mis comprobaciones y conclusiones, presentados en el siguiente orden:

1. Presentación de la Fusión
2. Diligencias realizadas por parte de la auditora de la fusión
3. Análisis del carácter equitativo de la Relación de Canje
4. Análisis de la adecuación y justificación del Precio de Salida
5. Análisis del Valor de las Aportaciones
6. Análisis de las garantías ofrecidas a los acreedores de SFL y Colonial
7. Conclusión

⁹ Fuente: Resolución y artículo 41 del Decreto español.

¹⁰ Fuente: Resolución y artículo 6 del Decreto español.

1. Presentación de la Fusión

1.1. Contexto general de la operación

Como parte de la estrategia de simplificación de la estructura del grupo Colonial y sus filiales (en lo sucesivo, el "**Grupo**"), una de cuyas etapas clave fue la oferta pública de canje de acciones lanzada por Colonial sobre los títulos de SFL en agosto de 2021 (en lo sucesivo, "**OPC 2021**"), Colonial prevé llevar a cabo la Fusión por absorción de SFL.

De conformidad con el artículo 3 del Proyecto de Fusión, la operación de Fusión tiene como objetivos:

- crear un grupo líder en Europa en el mercado de activos de calidad, con valores sólidos, especialmente en términos de criterios ESG¹¹;
- simplificar y racionalizar la estructura del Grupo con el objeto de mejorar su eficiencia operativa;
- consolidar su posición competitiva, con una mejora en la liquidez de sus títulos en los mercados de capitales y en su acceso a la financiación;
- buscar sinergias, dado que Colonial y SFL operan en el mismo sector de actividad con activos de calidad;
- ofrecer a los accionistas minoritarios de SFL una mayor liquidez para su inversión, permitiéndoles convertirse en accionistas de Colonial y seguir gozando de una obligación equivalente en cuanto al reparto de dividendos¹².

El artículo 2 del Proyecto de Fusión recuerda que el 3 de diciembre de 2024, Colonial presentó una solicitud ante la Autorité des Marchés Financiers francesa ("**AMF**") con el objeto de confirmar que Colonial no está obligada a presentar una OPA de exclusión relativa a las acciones de SFL en virtud del artículo 236-6, apartado 2º, del reglamento general de la AMF. La obtención de la decisión de la AMF es una de las condiciones suspensivas de la Fusión (apartado 1.3.1).

1.2. Presentación de las sociedades que participan en la Operación

1.2.1. SFL, Sociedad Absorbida

SFL es una sociedad anónima, inscrita en el Registro Mercantil y de Sociedades de París con el número 552 040 982, con sede en 42 rue Washington, París (75008). Cierra su ejercicio social el 31 de diciembre de cada año.

1.2.1.1. Estructura del capital

El capital social de SFL, por valor de 85.901.600 €, se divide en 42.950.800 acciones con un valor nominal de 2,0 € cada una, totalmente desembolsadas y todas de la misma categoría, admitidas a negociación en el compartimento A de Euronext París.

¹¹ "*environmental, social and governance*" (medioambiental, social y de gobernanza).

¹² Colonial está sujeta a la obligación de repartir dividendos en el marco del régimen fiscal específico de las empresas acogidas al régimen SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario) en España, similar a la obligación de las empresas acogidas al régimen SIIC (Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées) en Francia.

A 31 de diciembre de 2024, el capital de SFL es propiedad de Colonial en aproximadamente un 98,2 %.

SFL - Composición del capital

dic.-24	Acciones	% capital	Derechos de voto	% de derechos de voto
Colonial	42.195.316	98,2%	42.195.316	98,2%
Capital flotante	755.293	1,8%	755.293	1,8%
Autocartera	191	0,0%	-	-
Total	42.950.800	100%	42.950.609	100%

Fuente: SFL

Además, SFL ha implementado varios planes de acciones gratuitas (en lo sucesivo, ("Acciones Gratuitas SFL").

Teniendo en cuenta las previsiones de rendimiento de SFL, la dirección de SFL estima que el número potencial de Acciones Gratuitas de SFL por emitir es de 125.130¹³.

El número diluido de acciones, excluyendo la autocartera de SFL, se establece en 43.075.739 (en lo sucesivo, "Número Diluido de Acciones SFL").

Número de acciones diluido SFL

dic.-24	N.º acciones
Acciones emitidas	42.950.800
Autocartera	(191)
Acciones exceptuando autocartera	42.950.609
Acciones gratuitas SFL	125.130
Total	43.075.739

Fuente: SFL

1.2.1.2. Actividad de SFL

En virtud del artículo 3 de sus estatutos, SFL tiene por objeto:

- "la adquisición mediante compra o absorción, arrendamiento o enfiteusis de cualquier inmueble situado en Francia, en los territorios de ultramar y en el extranjero; la construcción de edificios en dichos inmuebles; y la explotación industrial, el arrendamiento, la gestión y, en general, la revalorización de los antedichos inmuebles;
- la enajenación de inmuebles por venta, canje o aportación;
- la gestión de inmuebles por cuenta de terceros;
- la participación, por cualquier medio, en negocios o sociedades existentes o futuros que pudieran estar relacionados con el objeto social, más concretamente por vía de constitución de nuevas sociedades, aportación, comandita, suscripción o compra de títulos o derechos societarios;
- y, en general, cualquier operación relacionada, directa o indirectamente, con dichos objetos o que pudiera facilitar su consecución".

¹³ Situación a 28 de febrero de 2025.

1.2.1.3. Financiación obligataria

A 31 de diciembre de 2024, la financiación de SFL depende, en parte, de empréstitos obligatarios, los cuales se detallan a continuación:

- 500.000.000 € emitidos en 2018 y reembolsables en mayo de 2025 (las "Obligaciones 2018");
- 599.000.000 € emitidos en 2020 y reembolsables en mayo de 2027 (en lo sucesivo, las "Obligaciones 2020");
- 599.000.000 € emitidos en 2021 y reembolsables en abril de 2028 (las "Obligaciones 2021").

1.2.2. Colonial, Sociedad Absorbente

Colonial es una sociedad anónima española, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 36 660, folio 87, página número M-30 822, con el número de identificación fiscal español A-28027399, con sede en Paseo de la Castellana, 52, Madrid (28046).

1.2.2.1. Estructura del capital

El capital social de Colonial, por valor de 1.568.361.717,5 €, se divide en 627.344.687 acciones con un valor nominal de 2,5 € cada una, totalmente desembolsadas y todas de la misma categoría, admitidas a negociación en las bolsas de Madrid y Barcelona.

En el marco de los planes de rendimiento, Colonial distribuye acciones entre los mandatarios sociales y empleados en función de los resultados del año anterior, a partir de las acciones en autocartera. Dado que no se emiten nuevas acciones, las acciones vinculadas a los resultados no tienen un impacto dilutivo adicional sobre el capital de Colonial¹⁴.

A 31 de diciembre de 2024, el número diluido de acciones, excluyendo la autocartera de Colonial, se establece en 617.968.565 (en lo sucesivo, "Número Diluido de Acciones Colonial").

Número de acciones diluido Colonial	
dic.-24	N.º acciones
Acciones emitidas	627.344.687
Autocartera	(9.376.122)
Total	617.968.565

Fuente: Colonial

1.2.2.2. Actividad

En virtud del artículo 3 de sus estatutos, Colonial tiene por objeto:

- "La adquisición y el desarrollo de bienes inmuebles urbanos destinados a operaciones de arrendamiento.
- La posesión de participaciones en el capital de las SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario), equivalentes a los REIT (Real Estate Investment Trusts), o en el capital de otras sociedades no establecidas en España que persigan el mismo objeto social que las SOCIMI y que estén sujetas a un régimen similar al establecido para estas en lo que respecta a

¹⁴ En la fecha del presente contrato.

políticas obligatorias o definidas por la ley o por los estatutos sociales en materia de distribución de beneficios.

- *La posesión de participaciones en el capital de otras sociedades, ya estén establecidas en España o en el extranjero, cuyo objeto social principal sea la adquisición de bienes inmuebles urbanos destinados a operaciones de arrendamiento y que estén sujetas al mismo régimen que el establecido para las SOCIMI en lo que respecta a políticas obligatorias o a políticas definidas por las leyes o los estatutos sociales en relación con la distribución de beneficios, y que cumplan con los criterios de inversión para estas sociedades.*
- *La posesión de acciones o participaciones en Organismos de Inversión Colectiva en el Mercado Inmobiliario, regulados por la ley española 35/2003 del 4 de noviembre sobre Organismos de Inversión Colectiva, o cualquier normativa futura que la sustituya".*

1.2.3. Vínculo entre las sociedades

Colonial posee aproximadamente el 98,2 %¹⁵ del capital y de los derechos de voto de SFL (apartado 1.2.1.1).

1.3. Principales disposiciones de la Fusión

Las modalidades de realización de la Fusión, detalladas en el Proyecto de Fusión, pueden resumirse de la siguiente manera¹⁶.

1.3.1. Fecha de Ejecución jurídica

En el plano jurídico, la Fusión tendrá efecto en la fecha de registro de la Fusión en el Registro Mercantil de Madrid, siempre que las Obligaciones 2018 se hayan reembolsado con arreglo a sus términos y condiciones y que el conjunto de las obligaciones suspensivas mencionadas en el artículo 6 del Proyecto de Fusión se hayan llevado a cabo (la "**Fecha de Ejecución**"), a saber:

- la confirmación por parte de la AMF de que Colonial no está obligada a presentar una OPA de exclusión de las acciones de SFL en aplicación del artículo 236-6, apartado 2º, del reglamento general de la AMF, y tras la expiración del plazo para presentar recurso contra dicha decisión¹⁷;
- la aprobación de la Fusión por parte de la junta general de accionistas de SFL;
- la aprobación de la Fusión por parte de la junta general de accionistas de Colonial;
- la emisión por parte del registro del Tribunal de Commerce de París de la certificación de conformidad, de acuerdo con los artículos L. 236-42 y R. 236-29 y siguientes del Código de Comercio francés, que certifica la legalidad de la Fusión y la conformidad de los actos y formalidades previas a la misma;
- el control de la legalidad sin objeciones por parte del Registro Mercantil de Madrid.

Con arreglo al artículo 5.5 del Proyecto de Fusión:

- no se requiere junta general de obligacionistas (apartado 1.2.1.3) en el marco de la Fusión;

¹⁵ A 31 de diciembre 2024.

¹⁶ Dado que se trata de un resumen, el presente informe no expone la totalidad de las disposiciones del Proyecto de Fusión, al cual debe referirse para obtener una descripción completa de las modalidades de la Fusión.

¹⁷ Colonial deberá cumplir esta condición a más tardar el 23 de abril de 2025 a las 23 horas 59 minutos CET y podrá prorrogar esta fecha límite por periodos de un mes.

- SFL se compromete a recomprar las Obligaciones 2018 antes de llevar a cabo la Fusión.

Si todas estas condiciones no se cumplen a más tardar el 15 de diciembre de 2025 a las 23 horas 59 minutos CET y, a menos que las partes implicadas en la Fusión acuerden posponer esta fecha o renunciar a las condiciones suspensivas mencionadas anteriormente, la Fusión se anulará sin que ninguna de las partes se vea obligada a indemnizar.

1.3.2. Fecha de efecto contable y fiscal

De conformidad con el Plan General de Contabilidad español, aprobado por el Real Decreto 1514/2007 de 16 de noviembre de 2007, la fecha de efecto contable y fiscal de la Fusión será la fecha de aprobación de la Fusión por parte de la junta general de accionistas de SFL (en lo sucesivo, la "**Fecha de Efecto Contable**")¹⁸.

1.3.3. Estados financieros utilizados para fines relacionados con la Fusión

Los estados financieros de referencia utilizados para determinar las condiciones de la Fusión son los estados financieros sociales y consolidados de SFL y Colonial a 31 de diciembre de 2024, certificados sin reservas por los auditores de cuentas el 25 de febrero de 2025 y el 27 de febrero de 2025 respectivamente.

Estos estados financieros serán sometidos a la aprobación de los accionistas de SFL¹⁹ y de Colonial.

1.3.4. Distribución de dividendos

De conformidad con el artículo 5.4 del Proyecto de Fusión, los accionistas de SFL recibirán, antes de que se lleve a cabo la Fusión, un dividendo por valor de 2,85 €²⁰ por acción (en lo sucesivo, el "**Dividendo SFL**") sujeto a la aprobación de los accionistas en la junta general de 23 de abril 2025.

Del mismo modo, los accionistas de Colonial recibirán el dividendo correspondiente al ejercicio 2024 antes de la Fecha de Ejecución²¹.

1.4. Descripción y valoración de las aportaciones

De conformidad con el Proyecto de Fusión, los activos aportados y los pasivos asumidos consistirán en la totalidad del patrimonio de SFL.

1.4.1. Principio de valoración de las aportaciones

De acuerdo con los principios contables aplicables en España, los activos aportados y los pasivos transmitidos por la Sociedad Absorbida se transmitirán a la Sociedad Absorbente sobre la base de su valor neto contable en la Fecha de Efecto Contable²² según se refleje en los estados financieros de SFL.

1.4.2. Descripción de las aportaciones de referencia a 1 de enero de 2025

Con arreglo a los últimos estados financieros de SFL a 31 de diciembre de 2024, presentados en el artículo 7.1 del Proyecto de Fusión, y sin que esta descripción sea limitativa, los activos aportados y los pasivos transferidos presentan los siguientes valores netos contables.

¹⁸ Con arreglo al artículo 5.12 del Proyecto de Fusión.

¹⁹ Prevista el 23 de abril de 2025.

²⁰ Con cargo al resultado del ejercicio 2024.

²¹ Un importe de 0,30 € por acción de Colonial, sujeto a la aprobación de la junta general de accionistas de Colonial.

²² Con arreglo al artículo 7.4 del Proyecto de Fusión.

SFL - Cuentas sociales

miles €	31-dic.-24
Inmovilizado inmaterial	5.058
Inmovilizado material	1.348.702
Inmovilizado financiero	1.802.593
Créditos de explotación	814.629
Inversiones financieras temporales	20.820
Activos líquidos	3.085
Gastos anticipados	476
Gastos por distribuir	9.246
Primas de amortización de préstamos	12.522
Total activo	4.017.131
Provisiones para riesgos	(2.011)
Empréstitos de obligaciones	(1.709.721)
Préstamos y deudas con entidades de crédito	(300.464)
Préstamos y deudas financieras diversas	(763.769)
Anticipos y pagos a cuenta recibidos por alquileres	(13.806)
Acreedores comerciales y cuentas vinculadas	(6.864)
Deudas fiscales y sociales	(10.765)
Deudas sobre inmovilizado y cuentas vinculadas	(27.951)
Otras deudas	(11.245)
Total pasivo	(2.846.596)
Activo neto	1.170.535

Fuente: SFL

Esta presentación se ofrece a título informativo exclusivamente, ya que la Fusión implicará la transferencia de la totalidad de los activos y pasivos de SFL, tal y como figuren en la Fecha de Ejecución, manteniendo los valores netos contables determinados en la Fecha de Efecto Contable.

Las provisiones legales, cuyo saldo asciende a 27.327.388 € a 31 de diciembre de 2024, deberán reconstituirse²³ al finalizar la Fusión en los libros de la Sociedad Absorbente.

A 1 de enero de 2025, los compromisos fuera de balance de SFL vinculados a obras de construcción ascienden a 95.998.000 €²⁴.

1.4.3. Valoración de las aportaciones en la fecha de efecto contable y fiscal

1.4.3.1. Activos Netos Aportados Provisionalmente

Teniendo en cuenta que la Fecha de Efecto Contable es posterior a la fecha de firma del Proyecto de Fusión, la Sociedad Absorbida ha elaborado una situación contable provisional que será objeto de un ajuste previsto en el artículo 7.2 del Proyecto de Fusión.

Para los fines de la Fusión, las aportaciones previstas se calculan a su valor neto contable, según se refleja en la situación contable de SFL estimada a la Fecha de Efecto Contable (en lo sucesivo, los "**Activos Netos Aportados Provisionalmente**").

Los Activos Netos Aportados Provisionalmente se calculan en la Fecha de Efecto Contable a partir de:

²³ Respecto al remanente en la Fecha de Efecto Contable.

²⁴ Artículo 7.1 del Proyecto de Fusión.

- las cuentas sociales individuales de SFL a 31 de diciembre de 2024, certificadas sin reservas por los auditores de cuentas;
- una estimación de la distribución del Dividendo SFL (apartado 1.3.4);
- una proyección de la actividad de SFL desde el 1 de enero de 2025 hasta la Fecha de Efecto Contable, teniendo en cuenta los resultados estatutarios estimados durante el período, incluidos posibles imprevistos y la variación de las provisiones legales²⁵.

Los Activos Netos Aportados Provisionalmente sobre los que está hecha mi valoración, se estiman en 1.023.388.973 €, según se detalla a continuación:

Activos Netos Aportados Provisionalmente	
€	
Activo neto a 31 de diciembre de 2024	1.170.534.511
Distribución de dividendos estimada	(122.578.568)
Resultados estimados en la Fecha de Efecto Contable	(25.000.000)
Anulación de las provisiones contables a 31 de diciembre de 2024	(27.327.388)
Provisiones legales estimadas en la Fecha de Efecto Contable	27.760.418
Total	1.023.388.973

Los Activos Netos Aportados Provisionalmente se entienden antes de deducir las provisiones legales, que presentan un saldo estimado de 27.760.418 € y que deberán reconstruirse en las cuentas de la Sociedad Absorbente en la Fecha de Efecto Contable.

1.4.3.2. Activos Netos Aportados Definitivos

Los Activos Netos Aportados Provisionalmente se ajustarán con arreglo a una situación contable definitiva de SFL en la Fecha de Efecto Contable (en lo sucesivo, los "**Activos Netos Aportados Definitivos**"), que definirá y determinará con posterioridad a la aprobación de la Fusión, siguiendo el procedimiento recogido en el artículo 7.2 del Proyecto de Fusión.

Cualquier diferencia positiva entre los Activos Netos Aportados Provisionalmente y los Activos Netos Aportados Definitivos se imputará a un déficit técnico.

1.5. Remuneración de las aportaciones

La Relación de Canje propuesta para la Fusión es de 13 acciones ordinarias de Colonial por 1 acción de SFL.

1.5.1. Determinación de la Relación de Canje

La Relación de Canje ha sido fijada por las partes a partir de un análisis basado en criterios múltiples del peso relativo de las sociedades que participan en la Fusión, según los métodos descritos en el anexo 6 del Proyecto de Fusión.

Los expertos designados por Colonial²⁶ y el comité independiente²⁷ de SFL²⁸ han confirmado el carácter equitativo de la Relación de Canje para los accionistas de Colonial y de SFL, respectivamente.

²⁵ Reconocida en forma de dotación para provisiones.

²⁶ Morgan Stanley.

²⁷ Compuesto por doña Alexandra Rocca y doña Arielle Malard de Rothschild, ambas administradoras independientes.

²⁸ Rothschild & Co.

1.5.2. Acciones gratuitas

El artículo 5.3 del Proyecto de Fusión especifica para las Acciones Gratuitas de SFL que:

- Colonial se subrogará de pleno derecho en las obligaciones de SFL frente a los beneficiarios de las Acciones Gratuitas de SFL;
- los derechos de los beneficiarios de Acciones Gratuitas SFL se trasladarán a las acciones Colonial sobre la base de la Relación de Canje; el número de acciones Colonial atribuidas a cada beneficiario será equivalente al número de acciones SFL a las que hubieran podido aspirar con arreglo a los planes, multiplicado por la Relación de Canje;
- el canje de acciones se realizará sin ajuste en efectivo, y no se adeudará ningún pago en efectivo para compensar las fracciones;
- el número de acciones de Colonial resultante se redondeará al número entero inferior más cercano, y los beneficiarios no percibirán ninguna compensación de ninguna índole; y
- el resto de los términos y condiciones de los planes de Acciones Gratuitas SFL permanecerán invariables, siempre que lo permita la legislación española.

1.5.3. Acciones en autocartera

En el marco de la Fusión, Colonial prevé remunerar las acciones de SFL aportadas mediante acciones en autocartera, según lo previsto en el artículo 5.9 del Proyecto de Fusión.

Dado que la Sociedad Absorbente no prevé remunerar las aportaciones mediante un aumento de capital, no cabe pronunciarme sobre el efecto de la Fusión en el capital de Colonial.

1.6. Precio de Salida

De conformidad con el artículo L. 236-40 del Código de Comercio francés, los accionistas de SFL que voten en contra de la Fusión en la junta general de accionistas de SFL podrán ejercer su derecho de salida en relación con las acciones de SFL al Precio de Salida de 77,5 € por acción, con dividendo²⁹.

2. Diligencias realizadas por parte de la auditora de la fusión

Para desempeñar el cometido que se me ha encomendado, he realizado los procedimientos que he considerado necesarios para:

- evaluar la adecuación de los valores relativos asignados a las acciones de las sociedades que participan en la Fusión y el carácter equitativo de la Relación de Canje;
- evaluar el Precio de Salida propuesto a los accionistas de SFL que hubiesen votado en contra de la Fusión;
- asegurarme de que el Valor de las Aportaciones no está sobrevalorado.

Mi cometido es informar a los accionistas de la Sociedad Absorbida y de la Sociedad Absorbente.

²⁹ El Precio de Salida tiene en cuenta el Dividendo SFL adeudado con respecto al ejercicio 2024.

Por consiguiente, no se engloba en el contexto de una auditoría ni de una revisión limitada. Tampoco implica que se valide el régimen fiscal aplicable a la Fusión. Asimismo, mi cometido no se equipara al cometido de diligencia debida, efectuado por un prestamista o un comprador, y no incluye todos los trabajos necesarios para este tipo de intervención.

Como es habitual, he considerado que la información y la documentación que me han facilitado SFL, Colonial y sus asesores jurídicos es exacta y exhaustiva.

Mi opinión se expresa en la fecha del presente informe, que pone fin a mi cometido. No me corresponde realizar el seguimiento de los hechos posteriores a la fecha de mi informe.

En el marco de mi labor, he llevado a cabo, concretamente, las siguientes actuaciones:

- conocer en profundidad la Fusión y su contexto jurídico, económico y financiero;
- estudiar las disposiciones jurídicas aplicables a mi cometido;
- reunirme con los empleados y directivos de SFL y de Colonial que están al frente de la Fusión, así como con sus asesores financieros³⁰ y jurídicos³¹;
- revisar el corpus jurídico de la Fusión, que incluye el Proyecto de Fusión y sus anexos, así como la documentación en la que se establece el Precio de Salida;
- revisar los elementos financieros y jurídicos respecto a la OPC 2021;
- comprobar la realidad y la plena propiedad de los activos aportados;
- analizar la gestión realizada por los equipos de SFL para garantizar la ausencia de restricciones a la hora de transferir el activo y el pasivo en el proceso de Fusión;
- verificar el cumplimiento de la regulación contable en vigor en materia de valoración de las aportaciones;
- revisar los estados financieros históricos de SFL y de Colonial, así como sus respectivas cuentas anuales y consolidadas a 31 de diciembre de 2024, que han sido certificadas sin reservas por los auditores de cuentas;
- examinar las valoraciones inmobiliarias de SFL y de Colonial a 31 de diciembre de 2024;
- visitar una muestra aleatoria de los activos inscritos en el activo de SFL;
- designar por mi parte a un experto inmobiliario³² (el "**Experto Inmobiliario Tercero**"), así como su homólogo español, que han procedido a (i) revisar las valoraciones inmobiliarias efectuadas a petición de SFL y Colonial para elaborar sus cuentas consolidadas, (ii) visitar los activos para conocer sus características y (iii) confirmar las valoraciones inmobiliarias de SFL y de Colonial a 31 de diciembre de 2024;
- reunirme con el Experto Inmobiliario Tercero y revisar sus conclusiones;
- examinar los planes de negocio elaborados por la dirección de SFL y Colonial, aprobados por sus respectivos órganos de gobierno, así como los supuestos en los que se basan las previsiones;

³⁰ Rothschild & Co, respecto a SFL, y Morgan Stanley, respecto a Colonial.

³¹ Gide Loyrette Nouel, respecto a SFL, y Darrois Villey Maillot Brochier, respecto a Colonial.

³² Euroflemming Expertise.

- comparar los supuestos del plan de negocios con los adoptados por los Expertos inmobiliarios a 31 de diciembre de 2024;
- analizar los métodos utilizados para determinar la Relación de Canje y el Precio de Salida;
- aplicar mis propios procesos de análisis multicriterio de SFL y Colonial, acompañados de análisis de sensibilidad;
- examinar las sinergias previstas en el contexto del acercamiento entre SFL y Colonial;
- obtener una confirmación formal por parte de los directivos de SFL y Colonial de que me han facilitado toda la información útil o que pueda repercutir en mi cometido y que obre en su poder;
- y elaborar el presente informe.

3. Análisis del carácter equitativo de la Relación de Canje

3.1. Presentación de los métodos utilizados por las partes

La Relación de Canje ha sido fijada por las partes a partir de un análisis basado en múltiples criterios del peso relativo de las sociedades que participan en la operación, según los métodos descritos en el anexo 6 del Proyecto de Fusión y resumidos a continuación:

- un **método patrimonial** mediante referencia a los indicadores EPRA NTA³³ y EPRA NDV³⁴ a 31 de diciembre de 2024, lo que refleja una paridad comprendida entre **9,1x** y **9,2x**;
- un **enfoque mixto** en el que se compara, por un lado, el valor de la acción de Colonial determinado mediante referencia al precio del aumento de capital de Colonial suscrito en mayo de 2024 por Criteria y, por otro, la cotización en bolsa de SFL en la Fecha de Anuncio, que refleja una paridad de **9,4x**;
- una **referencia bursátil** basada en la cotización objetivo de los analistas financieros en la Fecha de Anuncio, que refleja una paridad de **10,0x**;
- un **método analógico** mediante referencia al indicador EPRA NTA a 31 de diciembre de 2024 después de tener en cuenta la depreciación histórica del activo neto reevaluado ("**ANR**") constatado en relación con sociedades comparables, que refleja una paridad de **9,1x**;
- un **enfoque transaccional** que tiene en cuenta operaciones significativas realizadas entre 2016 y 2021 sobre el capital de SFL, que refleja una paridad comprendida entre **7,5x** y **9,7x**;
- una **referencia de mercado** que compara la cotización en bolsa de Colonial en la Fecha de Comunicación y el EPRA NTA de SFL ajustado según la depreciación del ANR observado en operaciones comparables, que refleja una paridad de **13,3x**.

³³ *Net Tangible Assets (activos materiales netos).*

³⁴ *Net Disposal Value (valor neto realizable).*

3.2. Análisis de los valores relativos atribuidos a SFL y Colonial

3.2.1. Análisis de los métodos de valoración

El análisis de los valores relativos atribuidos a las acciones de las sociedades que participan en la Fusión me sugiere las siguientes observaciones:

- la Relación de Canje debe determinarse comparando los valores relativos de SFL y Colonial estimados sobre bases homogéneas;
- los métodos y criterios de valoración descritos en el anexo 6 del Proyecto de Fusión (apartado 3.1), son habituales y adecuados para la actividad y las características respectivas de SFL y Colonial.

Para mi análisis de la Relación de Canje, me he apoyado en los métodos descritos en el anexo 6 del Proyecto de Fusión que he considerado los más pertinentes, adaptándolos en caso necesario, así como en análisis complementarios.

Asimismo, he tomado conocimiento de posibles sinergias del acercamiento entre SFL y Colonial, basadas en ahorros de costes previstos tras la retirada de la cotización de SFL³⁵.

3.2.2. Métodos de evaluación descartados

3.2.2.1. Cotización en bolsa después de la Fecha de Anuncio

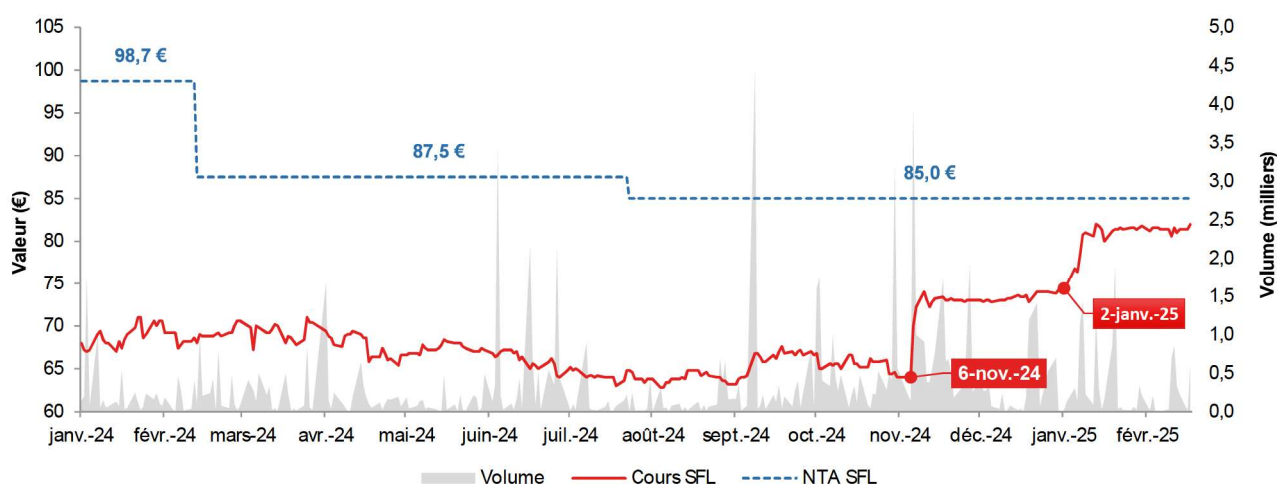
Para analizar la Relación de Canje, he descartado la referencia a la cotización en bolsa de la Sociedad Absorbida y de la Sociedad Absorbente después de la Fecha de Anuncio por la asimetría del comportamiento de las cotizaciones y, por tanto, por la falta de homogeneidad de dicho criterio tras el anuncio de la Fusión.

Tras la Fecha de Anuncio, la cotización de SFL experimentó un alza en dos tiempos³⁶, como consecuencia de que los accionistas de SFL previeran unas condiciones financieras de la Fusión que provocarían una reducción de la depreciación del ANR que existía antes de la Fecha de Anuncio.

³⁵ Estas sinergias de costes incluyen, en particular, la reducción de las obligaciones de comunicación, la supresión de los gastos de cotización y la simplificación organizativa de la estructura (las "Sinergias").

³⁶ Alza de la cotización tras la Fecha de Anuncio y, posteriormente, a principios del año 2025.

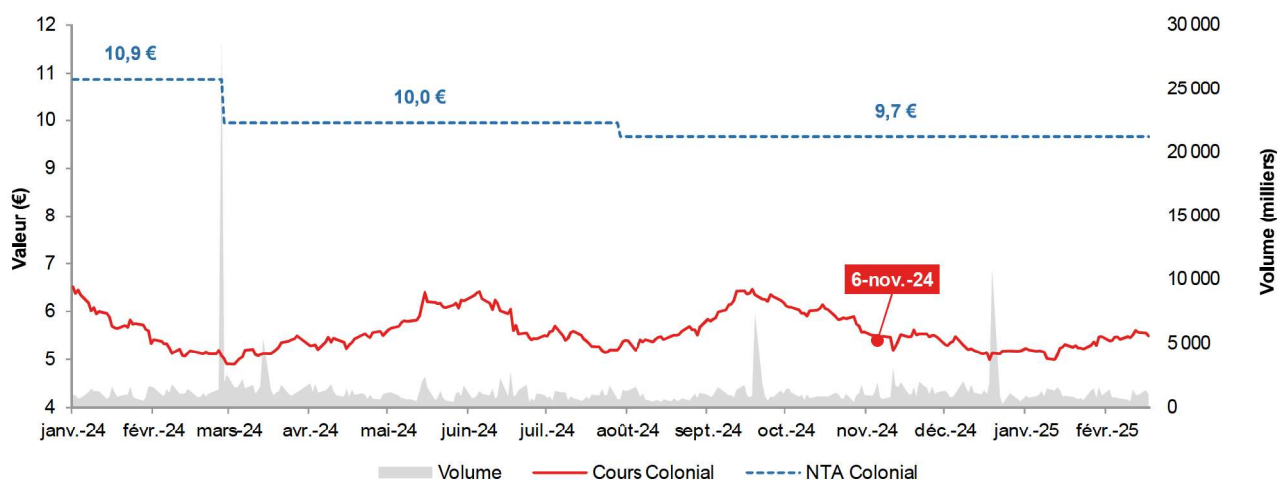
Cotización en bolsa de SFL desde el 1 de enero de 2024



Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

Por el contrario, la cotización de Colonial no parece haberse visto afectada por el anuncio de la Fusión y la depreciación del ANR se mantiene en línea con el que existía antes de la Fecha de Anuncio.

Cotización en bolsa de Colonial desde el 1 de enero de 2024



Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

3.2.2.2. Activo neto contable

Colonial y SFL formulan sus cuentas conforme a las NIIF, que prevén la posibilidad de contabilizar las inversiones inmobiliarias al valor razonable.

No obstante, he descartado el criterio del activo neto contable, al estimarlo redundante con el análisis basado en los indicadores EPRA NTA y EPRA NDV también utilizado.

3.2.2.3. Actualización de los dividendos futuros

En ausencia de previsión de dividendos a medio y largo plazo para las dos sociedades que participan en la Fusión, no he utilizado una evaluación por actualización de dividendos futuros.

Por el contrario, he realizado una evaluación intrínseca por flujos de caja descontados estimados (apartado 3.2.3.4).

3.2.2.4. Sociedades similares en bolsa

Las dificultades encontradas para crear una muestra de sociedades comparables diferenciadas entre SFL y Colonial me han llevado a no utilizar el método de evaluación analógico mediante comparación con una muestra de sociedades cotizadas.

En efecto, al recurrir a un panel común, la aplicación del método de los comparables en bolsa para un análisis de paridad consiste finalmente en evaluar el peso relativo de los agregados de las dos sociedades que participan en la Fusión.

La aplicación de este método sería, por tanto, redundante con el análisis de la Relación de Canje mediante referencia a los indicadores EPRA NTA, EPRA NDV y su resultado neto recurrente, ya calculado (apartados 3.2.3.3 y 3.2.3.6).

3.2.3. Métodos de evaluación aplicados

3.2.3.1. Referencia a la cotización en bolsa antes de la Fecha de Anuncio

La referencia bursátil tiene en cuenta las cotizaciones en bolsa de SFL y Colonial a corto y medio plazo³⁷ antes de la Fecha de Anuncio.

Teniendo en cuenta la estructura del capital de SFL, ostentado en su mayoría por Colonial, las acciones de SFL disponen de una liquidez menor que las acciones de Colonial a causa de un flotante limitado.

Sin embargo, considero que la cotización en bolsa es una referencia imprescindible para los accionistas minoritarios y, por tanto, debe utilizarse para evaluar la Relación de Canje.

Cotización en bolsa antes de la Fecha de Anuncio

6-nov.-24	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
Contado	5,4 €	64,0 €	11,9x	10%
CMPV 20 sesiones	5,8 €	64,9 €	11,2x	16%
CMPV 60 sesiones	6,0 €	65,5 €	11,0x	19%
CMPV 120 sesiones	5,8 €	65,4 €	11,2x	16%
CMPV 180 sesiones	5,6 €	66,1 €	11,8x	10%
CMPV 250 sesiones	5,7 €	66,4 €	11,7x	11%
Mín.	5,4 €	64,0 €	11,0x	19%
Máx.	6,0 €	66,4 €	11,9x	10%

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

Mediante referencia a la cotización en bolsa, la paridad se establece entre 11,0x y 11,9x, es decir, una prima inducida por la Relación de Canje comprendida entre el 10 % y el 19 %.

³⁷ Tipo al contado y tipo medio ponderado por los volúmenes sobre la base del tipo de cierre ("CMPV") sobre 20, 60, 120, 180 y 250 días de negociación en bolsa.

3.2.3.2. Referencia a la cotización objetivo antes de la Fecha de Anuncio

He examinado, asimismo, la paridad resultante de una comparación de las cotizaciones objetivo de los analistas financieros publicadas antes de la Fecha de Anuncio.

Al tener un flotante limitado, la acción de SFL es objeto de seguimiento por parte de un número más limitado de analistas, en comparación con la acción de Colonial³⁸.

No obstante, considero que dicha referencia es necesaria para evaluar la situación de los accionistas minoritarios de SFL y Colonial³⁹.

Cotización objetivo antes de la Fecha de Anuncio

6-nov.-24	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
Promedio de cotización objetivo	6,9 €	68,5 €	9,9x	31%
Mediana de cotización objetivo	7,0 €	68,5 €	9,8x	33%
Analista 1	7,5 €	70,0 €	9,3x	39%
Analista 2	nc	67,0 €	nc	nc
Mín.	6,9 €	67,0 €	9,3x	39%
Máx.	7,5 €	70,0 €	9,9x	31%

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

Mediante referencia a la cotización objetivo de los analistas financieros, la paridad se establece entre 9,3x y 9,9x, es decir, una prima inducida por la Relación de Canje comprendida entre el 31 % y el 39 %.

3.2.3.3. Evaluación patrimonial

La evaluación patrimonial se basa en los indicadores EPRA NTA y EPRA NDV, que permiten comparar las sociedades inmobiliarias sobre bases homogéneas:

- el **EPRA NTA** o de **continuación** postula que la entidad compra y vende activos y excluye, por tanto, los derechos de traspaso;
- el **EPRA NDV** o de **liquidación** se basa en una hipótesis de cesión rápida de los activos en cartera y tiene en cuenta el conjunto de activos y pasivos financieros que figuran en el balance a su valor razonable.

Por su elaboración, estos indicadores acumulan valores individuales atribuidos a cada uno de los inmuebles, pero no tienen en cuenta el impacto negativo de los gastos de estructura en el valor de la acción, ni ninguna depreciación que pudiera observarse en un proceso global de transmisión de la cartera de activos.

Así, he completado mi análisis corrigiendo dichos indicadores EPRA con los posibles efectos dilutivos asociados a los planes de acciones gratuitas y con el valor de los gastos de estructura calculados sobre la base de una actualización de los costes estimados previstos en el plan de negocios de SFL y Colonial.

Asimismo, he realizado un encargo a un Experto Inmobiliario Tercero y a su homólogo español, que han procedido a (i) revisar las valoraciones inmobiliarias efectuadas a petición de SFL y Colonial para formular sus

³⁸ Para un analista, hemos podido comparar la cotización objetivo estimada para cada una de las sociedades y deducir de ello una paridad.

³⁹ Del mismo modo que la referencia bursátil (apartado 3.2.3.1).

cuentas consolidadas a 31 de diciembre de 2024, (ii) visitar determinados activos para conocer sus características con el fin de verificar los parámetros de evaluación y (iii) confirmar la ausencia de observaciones de las valoraciones inmobiliarias a 31 de diciembre de 2024.

Las conclusiones del Experto Inmobiliario Tercero apoyan la valoración de los activos inmobiliarios a 31 de diciembre de 2024 subyacente en el EPR NTA y en el EPRA NDV de SFL y de Colonial.

La comparación de los valores patrimoniales de SFL y Colonial es la siguiente:

Indicadores EPRA				
31-dic.-24	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
NDV publicado	9,5 €	87,0 €	9,2x	41%
NDV después de dilución y gastos	7,5 €	73,1 €	9,7x	34%
NTA publicado	9,6 €	88,0 €	9,1x	42%
NTA después de dilución y gastos	7,7 €	74,0 €	9,6x	35%
Mín.	7,5 €	73,1 €	9,1x	42%
Máx.	9,6 €	88,0 €	9,7x	34%

Fuente: SFL, Colonial, análisis Ledouble

Mediante referencia a los indicadores de ANR EPRA ajustados, la paridad se establece entre 9,1x y 9,7x, es decir, una prima inducida por la Relación de Canje comprendida entre el 34 % y el 42 %.

3.2.3.4. Evaluación intrínseca del DCF

La evaluación intrínseca por flujo de caja descontado (“DCF”, por sus siglas en inglés) se basa en la estimación del valor de los activos económicos de una empresa (el “Valor de Empresa”) a partir de los flujos de caja de explotación disponibles generados por su actividad, que se descuentan a un tipo correspondiente a la rentabilidad esperada por los suministradores de recursos.

Me he servido de los planes de negocio elaborados por la dirección de SFL y Colonial, que fueron aprobados por sus Consejos de Administración el 21 de noviembre de 2024 y el 23 de enero de 2025, respectivamente.

Las previsiones para el periodo 2025-2029 incluyen proyecciones de flujos de caja para los distintos activos inmobiliarios, así como gastos de estructura y otros gastos no directamente imputables a los activos.

El plan de negocio de Colonial se basa en el plan de negocio facilitado por SFL, complementado con previsiones específicas para la actividad española de Colonial.

A diferencia del trabajo de los expertos inmobiliarios, que emplean un valor de salida al final de las proyecciones, mi cálculo del valor terminal se basa en una estimación del flujo de caja libre sostenible, en relación con las sociedades valoradas, basado en unas previsiones de continuidad de la explotación⁴⁰.

El Valor de Empresa de Colonial se ha calculado utilizando dos métodos:

- el enfoque de la suma de las partes (“SOTP”, por sus siglas en inglés) basado en la suma del Valor de Empresa de SFL y de la actividad española de Colonial, estimados con tipos de descuento diferentes⁴¹;

⁴⁰ El valor terminal se ha calculado sobre una tasa de crecimiento constante del 2,0 % teniendo en cuenta las perspectivas de inflación de la zona euro, de acuerdo con nuestro modelo interno de rendimiento del mercado.

⁴¹ El tipo de descuento, estimado mediante la fórmula CAPM [modelo de valoración de activos financieros, por sus siglas en inglés], se estableció en el 5,9 % para SFL y en el 6,6 % para la actividad española de Colonial.

- el enfoque global basado en los flujos de caja previstos de Colonial y un tipo de descuento estimado en relación con el Grupo⁴².

La deuda financiera neta ajustada se deduce del Valor de Empresa para obtener el valor de los fondos propios.

El valor por acción se obtiene tras aplicar el Número Diluido de Acciones SFL y el Número Diluido de Acciones Colonial.

Enfoque DCF

	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
DCF - SOTP	6,4 €	70,0 €	10,9x	19%
DCF - global	6,3 €	70,0 €	11,1x	17%
Mín.	5,9 €	66,1 €	11,1x	17%
Máx.	6,8 €	74,1 €	10,9x	20%
Mín.		66,1 €	10,9x	20%
Máx.		74,1 €	11,1x	17%

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

Observo lo siguiente:

- los análisis de sensibilidad de los valores relativos de SFL y Colonial no modificaron el intervalo de paridad;
- los valores intrínsecos de SFL y de Colonial:
 - son inferiores a los valores patrimoniales (apartado 3.2.3.3) por la inclusión de gastos de estructura y otros gastos no directamente imputables a los activos, que los expertos inmobiliarios no incluyen en la valoración de los inmuebles;
 - se corresponden con los flujos de caja que benefician a los accionistas en caso de que se mantenga la actividad de SFL y Colonial como sociedades inmobiliarias.

Según el método DCF, la paridad se sitúa entre 10,9x y 11,1x, lo que representa una prima generada por la Relación de Canje de entre el 17 % y el 20 %.

3.2.3.5. Referencia de la operación

La referencia de la operación, que considero la más relevante, consiste en la aplicación del contrato de liquidez celebrado entre Colonial y los beneficiarios de Acciones Gratuitas de SFL que no pudieron presentar sus acciones a la OPC 2021 por no encontrarse disponibles.

En virtud de este contrato, Colonial se comprometió a ofrecer a los beneficiarios de dichas Acciones Gratuitas SFL las mismas condiciones de recompra que las ofrecidas a los accionistas de SFL en el momento de la OPC 2021 (el “**Contrato de Liquidez**”).

(i) Aplicación del Contrato de Liquidez en 2024

⁴² Tipo de descuento establecido en el 6,14 % teniendo en cuenta las respectivas ponderaciones de las actividades francesa y española.

La reciente aplicación del Contrato de Liquidez en el ejercicio 2024 (las “Operaciones SFL 2024”) permitió a algunos titulares de acciones de SFL canjearlas por 5,174⁴³ acciones de Colonial además de un componente en efectivo de 46,66 € (“Condiciones del Contrato de Liquidez”).

Al carecer de información más precisa, he partido del supuesto de que, para cada una de las Operaciones SFL 2024, las acciones de Colonial obtenidas a cambio de acciones de SFL se valoraron al precio de cotización en bolsa en la fecha de la operación. Por lo tanto, este enfoque no tiene en cuenta el hecho de que las acciones de Colonial pueden haberse vendido en una fecha posterior y, por lo tanto, a una cotización diferente.

⁴³ Paridad de 5 ajustada al dividendo pagado en el ejercicio 2024.

Operaciones SFL 2024

	Fecha	Volumen	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión					13,0x	
Operación 1	mar.-24	22.869	5,1 €	72,9 €	14,4x	(9%)
Operación 2	abr.-24	2.073	5,6 €	75,4 €	13,6x	(4%)
Operación 3	sept.-24	1.800	5,8 €	76,9 €	13,2x	(1%)
Operación 4	oct.-24	42	5,9 €	77,3 €	13,1x	(1%)
Promedio ponderado por volúmenes			5,2 €	73,4 €	14,2x	(8%)
Mín.					13,1x	(1%)
Máx.					14,4x	(9%)

Fuente: Colonial, Bloomberg, análisis Ledouble

Con referencia a las Operaciones SFL 2024, la paridad se sitúa entre 13,1x y 14,4x, lo que supone una depreciación por efecto de la Relación de Canje de entre el (9) % y el (1) %.

(ii) Aplicación de las Condiciones del Contrato de Liquidez

Por otro lado, he aplicado las Condiciones del Contrato de Liquidez a las referencias recientes del valor de las acciones de Colonial.

(a) Operación Critería

En mayo de 2024, el *holding* español Critería suscribió una ampliación de capital de Colonial⁴⁴ que representaba aproximadamente el 14 %⁴⁵ del capital social de Colonial tras la operación (la “Operación Critería”).

Para evaluar la Relación de Canje, he aplicado las Condiciones del Contrato de Liquidez utilizando un valor de acción de Colonial correspondiente al Precio AKA 2024. Quisiera destacar que este estudio se realiza únicamente para evaluar la Relación de Canje sobre una base homogénea entre Colonial y SFL, sin prejuzgar el valor de mercado de las acciones de SFL.

Valor de SFL inducido por el Contrato de Liquidez

	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
Operación Critería	7,1 €	83,4 €	11,7x	11%

Fuente: Colonial, análisis Ledouble

En referencia a la Operación Critería y las Condiciones del Contrato de Liquidez, la paridad se sitúa en 11,7x, lo que representa una prima generada por la Relación de Canje del 11 %.

(b) Otras referencias a valores de Colonial

⁴⁴ A un precio de 7,1 € por acción (el “Precio AKA 2024”).

⁴⁵ Esta operación dio lugar a la emisión de casi 88 millones de nuevas acciones y a un aumento de la participación de Critería en Colonial, que pasó del 3 % a casi el 16,8 %.

Para evaluar la Relación de Canje, he aplicado las Condiciones del Contrato de Liquidez a las referencias de cotización de las acciones de Colonial anteriores a la Fecha de Anuncio.

Valor de SFL inducido por el Contrato de Liquidez

	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
Cotización antes de la Fecha de Anuncio				
Contado	5,4 €	74,6 €	13,8x	(6%)
CMPV 20 sesiones	5,8 €	76,5 €	13,3x	(2%)
CMPV 60 sesiones	6,0 €	77,6 €	13,0x	0%
CMPV 120 sesiones	5,8 €	76,8 €	13,2x	(1%)
CMPV 180 sesiones	5,6 €	75,6 €	13,5x	(4%)
CMPV 250 sesiones	5,7 €	75,9 €	13,4x	(3%)
Mín.			13,0x	0%
Máx.			13,8x	(6%)

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

En base a la cotización de la acción de Colonial y a las Condiciones del Contrato de Liquidez, la paridad se sitúa entre 13,0x y 13,8x, es decir, una depreciación de entre el (6) % y el 0 % por efecto de la Relación de Canje.

En resumen, la aplicación de las Condiciones del Contrato de Liquidez da lugar a una paridad de entre 11,7x y 14,4x, es decir, una prima derivada de la Relación de Canje de entre el (9) % y el 11 %.

3.2.3.6. Comparación de la rentabilidad

Dado que Colonial y SFL desarrollan actividades similares, el análisis del peso relativo de los agregados financieros es adecuado para estimar la paridad entre estas dos sociedades.

Al tratarse de dos sociedades inmobiliarias con una política definida de reparto de dividendos, la paridad se ha evaluado comparando el resultado neto recurrente ("RNR") de 2024 y la previsión para 2025 estimada en los planes de negocio de SFL y Colonial.

Enfoque de rentabilidad

	Colonial	SFL	Paridad	Prima/ (descuento)
Paridad de la Fusión			13,0x	
RNR 2024	0,3 €	2,8 €	8,6x	52%
RNR 2025e	0,3 €	2,7 €	8,6x	51%

Fuente: SFL, Colonial, análisis Ledouble

Por referencia a los agregados financieros, la paridad se sitúa en torno a 8,6x, es decir, una prima derivada de la Relación de Canje de alrededor del 51 % - 52 %.

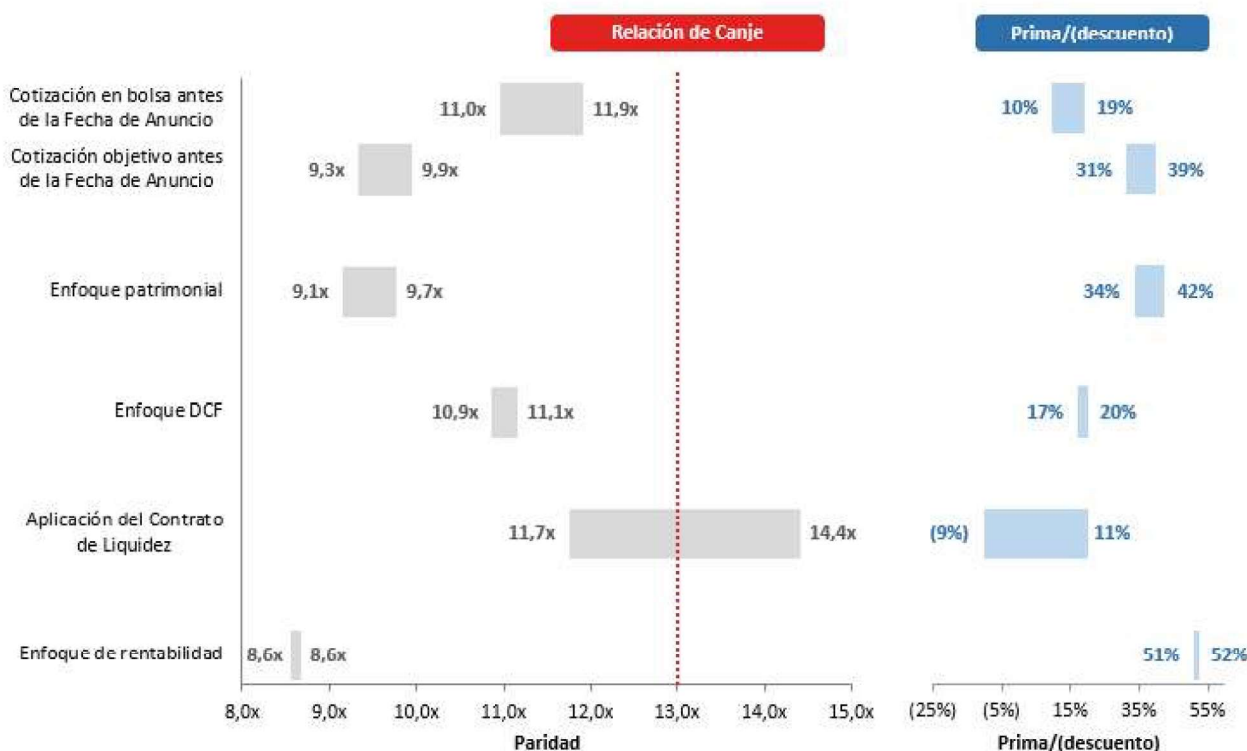
3.2.4. Resumen de la Relación de Canje

En cumplimiento del encargo que me ha sido encomendado, he llevado a cabo las actuaciones que he considerado necesarias para evaluar el carácter equitativo de la Relación de Canje propuesta. Estas

actuaciones vienen definidas por la doctrina profesional de la *Compagnie nationale de commissaires aux comptes* en relación con el presente encargo.

Para determinar la Relación de Canje, las partes aplicaron los métodos de valoración descritos anteriormente (apartado 3.1) y concluyeron que la Relación de Canje refleja una prima en todos los criterios considerados relevantes.

En el gráfico siguiente se recogen los resultados de mi trabajo (apartado 3.2):



He observado que la Relación de Canje, determinada comparando los valores relativos de SFL y Colonial sobre bases homogéneas:

- presenta una prima sobre los métodos y criterios de valoración descritos en el anexo 6 del Proyecto de Fusión, que son habituales y adecuados para la actividad y las características respectivas de SFL y Colonial;
- se sitúa en el extremo superior de la escala de paridades resultante de la evaluación multicriterio que he llevado a cabo;
- genera una prima a favor de SFL en la mayoría de los criterios, que se justifica por la concesión a los accionistas minoritarios de SFL de casi el 20 % de las Sinergias esperadas de la Fusión⁴⁶;
- también se da una revalorización para Colonial en función de las consecuencias favorables de la Fusión para sus accionistas (apartado 3.3).

Además, la Fusión brinda la oportunidad:

- para los accionistas de SFL de poseer acciones de Colonial, con mayor liquidez que las acciones de SFL;

⁴⁶ Cabe señalar que Colonial recuperará el 1,8 % del capital de SFL como resultado de la Fusión (apartado 1.2.1.1).

- para los accionistas de Colonial de beneficiarse de los objetivos de la Fusión (apartado 1.1) y de aprovechar todas las Sinergias que resultarán de la Fusión.

A la vista de los resultados de mi trabajo y a la fecha de este informe, considero que la Relación de Canje, establecida por las partes, es equitativa.

3.3. Consecuencias de la Fusión para los accionistas de Colonial

Con el fin de evaluar las consecuencias de la Fusión para los accionistas de Colonial, he estimado el impacto de la Fusión en el resultado neto por acción de Colonial previsto para 2025.

Ello representa un impacto de alrededor del 1 %, ya que las Sinergias⁴⁷ previstas compensan el efecto dilusivo⁴⁸ derivado de la Fusión.

Por tanto, sobre la base de la Relación de Canje, la Fusión tiene un efecto ligeramente positivo para los actuales accionistas de Colonial.

4. Análisis de la adecuación y justificación del Precio de Salida

En virtud de la legislación francesa⁴⁹, los accionistas de SFL que voten en contra de la Fusión en la Junta General de Accionistas de SFL podrán ejercer su derecho de salida en relación con las acciones de SFL al Precio de Salida.

4.1. Presentación de los métodos utilizados por las partes

Las partes han establecido el Precio de Salida mediante la aplicación de una evaluación multicriterio de las acciones de SFL basada en los métodos de evaluación descritos en el anexo 6 del Proyecto de Fusión, es decir:

- un **enfoque transaccional** basado en las Condiciones del Contrato de Liquidez aplicado a la cotización en bolsa de Colonial en la Fecha de Comunicación⁵⁰, que arroja un valor para la acción de SFL de entre **74,2 € y 75,1 €**;
- un **enfoque bursátil** basado en la cotización en bolsa de SFL en la Fecha de Comunicación⁵¹, que da un valor para la acción de SFL de entre **70,1 € y 82,0 €**;
- Un **enfoque analógico** con referencia al EPRA NTA de SFL a 31 de diciembre de 2024 de **88,0 €** una vez considerada la depreciación de ANR observada:
 - en el mercado, en un periodo de tiempo más o menos largo para sociedades comparables, lo que se traduce en un valor de la acción de SFL de entre **51,2 € y 53,4 €**;
 - en las ofertas públicas lanzadas en los últimos años por empresas inmobiliarias de oficinas en Europa, lo que se traduce en un valor de la acción de SFL de **73,2 €**.

4.2. Evaluación del Precio de Salida

⁴⁷ Permiten cubrir la prima concedida a los accionistas de SFL (apartado 3.2.4).

⁴⁸ Las acciones en autocartera de Colonial saldrán de nuevo al mercado.

⁴⁹ Artículo L. 236-40 del Código de Comercio francés.

⁵⁰ Cotización al contado y CMPV a 30 días.

⁵¹ Cotización al contado, CMPV a 60 y a 180 días.

4.2.1. Métodos descartados

Ante la ausencia de sociedades que coticen en bolsa que sean estrictamente comparables a SFL, en especial en términos de tamaño, zonas de implantación, estrategia de inversión, calidad de los activos, estructura de deuda y rentabilidad, no hemos aplicado el enfoque analógico para evaluar la acción de SFL.

4.2.2. Métodos utilizados en la evaluación de la Relación de Canje

Para evaluar el Precio de Salida, me he basado en los valores relativos de la acción de SFL que he considerado relevantes para una evaluación independiente del valor de SFL, es decir:

- la cotización en bolsa de SFL a corto y medio plazo⁵² antes de la Fecha de Anuncio (apartado 3.2.3.1);
- la cotización objetivo de los analistas de SFL antes de la Fecha de Anuncio (apartado 3.2.3.2);
- los indicadores EPRA NTA y EPRA NDV publicados a 31 de diciembre de 2024, ajustados además por el valor de los gastos de estructura y el posible efecto dilusivo asociado a los planes de acciones gratuitas (apartado 3.2.3.3);
- la valoración intrínseca de SFL utilizando el enfoque DCF (apartado 3.2.3.4);
- la media ponderada por volumen de las Operaciones SFL 2024 (apartado 3.2.3.5.i).

4.2.3. Métodos complementarios

4.2.3.1. Cotización en la Fecha de Comunicación

Con fines de información y con vistas a incorporar en mi análisis las recientes variaciones de la cotización en bolsa de SFL, a pesar de las limitaciones asociadas al significativo aumento de la cotización de SFL tras la Fecha de Anuncio (apartado 3.2.2.1), he examinado el precio de la acción de SFL durante los últimos 60 días de cotización en bolsa a la Fecha de Comunicación.

Sin embargo, he descartado las medias de un periodo más corto para limitar el impacto de la subida del precio de la acción, observada en volúmenes de negociación bajos, por anticipación de las condiciones financieras de la Fusión.

⁵² Cotización al contado y CMPV a 20, 60, 120, 180 y 250 días.

Cotización en bolsa en la Fecha de Comunicación

18-feb.-25	SFL	Prima/ (descuento)
Precio de Salida	77,5 €	
Contado	82,0 €	(5%)
CMPV 20 sesiones	81,4 €	(5%)
CMPV 60 sesiones	77,3 €	0%

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

El precio medio de la acción de SFL durante los últimos 60 días de cotización en la Fecha de Comunicación era de 77,3 €, en línea con el Precio de Salida.

4.2.3.2. Aplicación de la Relación de Canje

Con el fin de reflejar el contexto específico de la Fusión en el que el Precio de Salida constituye una alternativa a la Relación de Canje, también he estimado el valor de la acción de SFL por transparencia con la Relación de Canje aplicada a la cotización de Colonial a corto y medio plazo⁵³ en la Fecha de Comunicación, sin los efectos del anuncio de la Fusión en la cotización (apartado 3.2.2.1).

Valor de SFL inducido por la Relación de Canje

18-feb.-25	Colonial	SFL	Prima/ (descuento)
Precio de Salida		77,5 €	
Contado	5,5 €	71,4 €	9%
CMPV 20 sesiones	5,4 €	70,6 €	10%
CMPV 60 sesiones	5,3 €	68,7 €	13%
CMPV 120 sesiones	5,6 €	72,6 €	7%
CMPV 180 sesiones	5,6 €	72,5 €	7%
CMPV 250 sesiones	5,5 €	71,6 €	8%
Mín.	5,3 €	68,7 €	13%
Máx.	5,6 €	72,6 €	7%

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

El valor de la acción de SFL resultante de la Relación de Canje se sitúa entre 68,7 € y 72,6 €, lo que representa una prima sobre el Precio de Salida de entre el 7 % y el 13 %.

4.2.3.3. Aplicación del Contrato de Liquidez

Por otra parte, también he estimado el valor de la acción de SFL por transparencia con las Condiciones del Contrato de Liquidez, que ofrecía a determinados accionistas una ventana de liquidez reciente para sus acciones de SFL.

Las Condiciones del Contrato de Liquidez se han aplicado a la cotización de Colonial a corto y medio plazo⁵⁴ en la Fecha de Comunicación en la medida en que dicha cotización de Colonial no se ha visto afectada por el anuncio de la Fusión (apartado 3.2.2.1).

⁵³ Cotización al contado y CMPV a 20, 60, 120, 180 y 250 días.

⁵⁴ Cotización al contado y CMPV a 20, 60, 120, 180 y 250 días.

Valor de SFL inducido por el Contrato de Liquidez

18-feb.-25	Colonial	SFL	Prima/ (descuento)
Precio de Salida		77,5 €	
Contado	5,5 €	75,1 €	3%
CMPV 20 sesiones	5,4 €	74,8 €	4%
CMPV 60 sesiones	5,3 €	74,0 €	5%
CMPV 120 sesiones	5,6 €	75,6 €	3%
CMPV 180 sesiones	5,6 €	75,5 €	3%
CMPV 250 sesiones	5,5 €	75,2 €	3%
Mín.	5,3 €	74,0 €	5%
Máx.	5,6 €	75,6 €	3%

Fuente: Bloomberg, análisis Ledouble

Las Condiciones del Contrato de Liquidez dan lugar a un precio de la acción de SFL de entre 74,0 € y 75,6 €, lo que representa una prima generada por el Precio de Salida de entre el 3 % y el 5 %.

4.3. Resumen del Precio de Salida

En cumplimiento del encargo que me ha sido encomendado, he llevado a cabo las actuaciones que he considerado necesarias para evaluar la adecuación y justificación del Precio de Salida propuesto, de conformidad con:

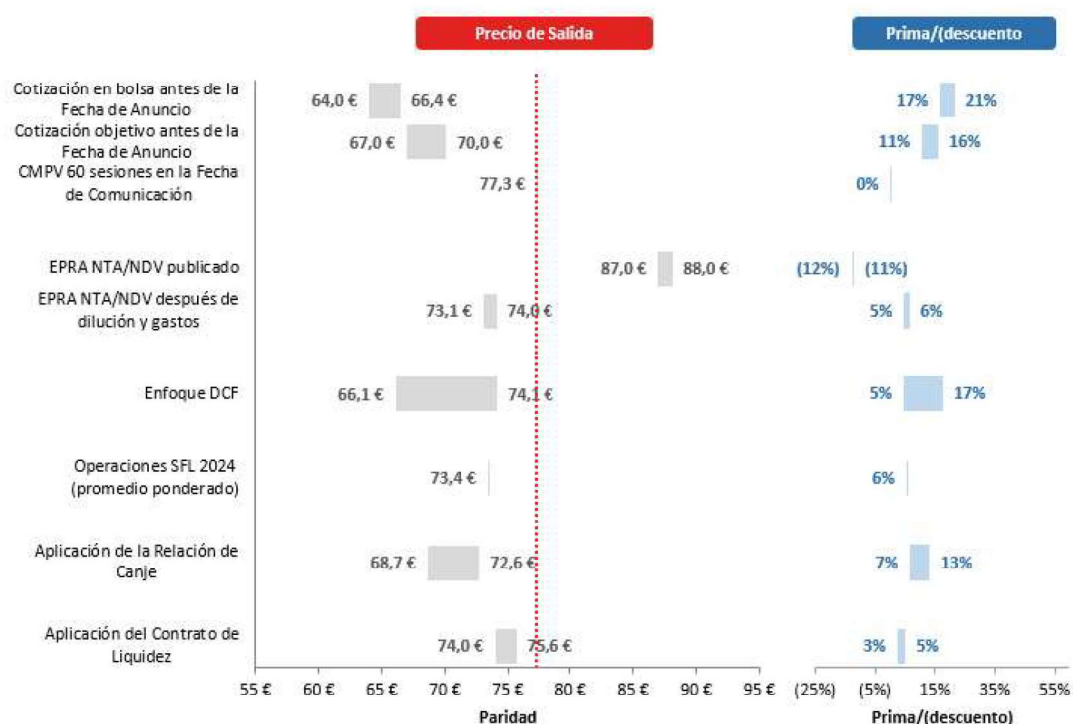
- la Resolución;
- el artículo R. 236-26 del Código de Comercio francés⁵⁵; y
- la normativa española.

Las partes establecieron el Precio de Salida a partir de una evaluación multicriterio de la acción de SFL que se describe en el anexo 6 del Proyecto de Fusión; el Precio de Salida refleja una prima sobre todos los criterios considerados relevantes.

Para analizar el Precio de Salida, me he basado en los valores relativos de la acción de SFL estimados para la evaluación de la Relación de Canje (apartado 4.2.2), que he considerado relevantes para analizar el valor de SFL, complementados con análisis adicionales (apartado 4.2.3).

En el gráfico siguiente se recogen los resultados de mi trabajo (apartado 4.2).

⁵⁵ Y por remisión al artículo L. 433-4 del Código Monetario y financiero francés.



He observado que el Precio de Salida:

- está en línea con la CMPV (cotización media ponderada por volumen) de SFL calculada durante los últimos 60 días de cotización en la Fecha de Comunicación;
- da lugar a una prima sobre el valor de la acción de SFL estimada por transparencia con la Relación de Canje;
- presenta una depreciación de (11) % a (12) % con respecto al valor patrimonial reflejado por los indicadores EPRA, que no puede constituir el único criterio para evaluar el Precio de Salida;
- da lugar a una prima sobre todos los demás criterios de valoración de SFL, incluidos los indicadores EPRA NTA y NDV ajustados al valor de los gastos de estructura necesarios para la explotación;
- se sitúa en el extremo superior de la escala de valores resultante de una evaluación multicriterio:
 - efectuada por las partes y por mí misma, aplicando métodos de evaluación pertinentes y adecuados a las características de SFL en el contexto de la Fusión;
 - conforme al artículo R. 236-26 del Código de Comercio francés, que determina que el Precio de Salida será el resultado de una evaluación multicriterio llevada a cabo utilizando métodos objetivos que tengan en cuenta, con una ponderación adecuada, en particular el valor de los activos, los beneficios obtenidos, el valor bursátil y las perspectivas comerciales.

A la vista de los resultados de mi trabajo y a la fecha de este informe, considero que el Precio de Salida determinado por las partes es adecuado y está justificado en el contexto de la Fusión.

5. Análisis del Valor de las Aportaciones

5.1. Método de valoración de las aportaciones

Las partes han acordado evaluar las aportaciones en función de su valor contable neto (apartado 1.4.1).

Sobre este particular, observo que el método de valoración de las aportaciones adoptado por las partes, en aplicación de la normativa española, es idéntico al previsto por la normativa contable francesa en el caso de sociedades bajo control común⁵⁶.

Por consiguiente, no tengo observaciones que expresar sobre el método de valoración de las aportaciones utilizado por las partes.

5.2. Análisis del Valor de las Aportaciones

5.2.1. Realidad de las aportaciones

He valorado la realidad de las aportaciones a la luz de la ausencia de factores susceptibles de cuestionar su transferibilidad y plena propiedad por parte de SFL.

En este sentido:

- los estados financieros de SFL a 31 de diciembre de 2024 han sido certificados sin reservas por los auditores de cuentas;
- SFL dispone de certificados de titularidad de todas sus propiedades y ha confirmado que no existen restricciones a la transferibilidad de los arrendamientos;
- con el asesoramiento de sus asesores jurídicos⁵⁷, SFL se ha asegurado de que no existan restricciones a la libre transferibilidad de los contratos de financiación;
- el artículo 7.3 del Proyecto de Fusión establece que:
 - la Sociedad Absorbente se subrogará en todos los derechos y acciones de la Sociedad Absorbida frente a los arrendatarios;
 - SFL confirma que todas sus propiedades están libres de gravámenes e hipotecas;
- el artículo 9 del Proyecto de Fusión establece que SFL declara y garantiza:
 - que en la fecha del Proyecto de Fusión posee, y que en la Fecha de Ejecución poseerá, plenos derechos de propiedad sobre los activos transferidos;
 - que sobre estos activos no pesa inscripción, privilegio, hipoteca, pignoración o restricción alguna;
 - que la aportación de estos activos no está sujeta a autorización o aprobación alguna y que, si fuera necesaria dicha autorización o aprobación para posibilitar la transferencia de los activos o contratos, se habrá obtenido debidamente en la Fecha de Ejecución.

⁵⁶ Título VII del Reglamento n.º 2023-08 de la Autoridad de Normas Contables relativo al Plan General de Contabilidad.

⁵⁷ Herbert Smith Freehills.

El patrimonio transferido estará formado por los activos y pasivos que constituyen los Activos Netos Aportados Definitivos, en su forma existente en la Fecha de Ejecución.

5.2.2. Valor individual de las aportaciones

Dado que la Fecha de Entrada en Vigor Contable es posterior a la fecha de firma del Proyecto de Fusión, los activos aportados y los pasivos asumidos se describen de forma provisional en el Proyecto de Fusión tomando como base los estados financieros de SFL a 31 de diciembre de 2024; la normativa española no exige la formulación de un balance estimado a la Fecha de Efecto Contable.

En consecuencia, no me corresponde evaluar los métodos utilizados para estimar el valor individual de los activos aportados y los pasivos transferidos en la Fecha de Efecto Contable.

5.2.3. Valor global de las aportaciones

Mi evaluación del valor global de las aportaciones de 1 023 388 973 € (apartado 1.4.3.1), que corresponde a los Activos Netos Aportados Provisionalmente, se basa en las comprobaciones efectuadas sobre el Precio de Salida (apartado 4.2).

Los Activos Netos Aportados Provisionalmente por acción, tras considerar el Número Diluido de Acciones SFL, ascienden a **23,8 €**, lo que es significativamente inferior a la escala de valores reales de las acciones de SFL⁵⁸ (apartado 4.3).

Activos Netos Aportados Provisionalmente por acción	
€	
Activos Netos Aportados Provisionalmente	1.023.388.973
Número de acciones diluido SFL	43.075.739
€/acción	23,8 €

Por lo tanto, el Valor de las Aportaciones queda corroborado por mi trabajo de evaluación y por el realizado por las partes (apartado 4.1).

5.3. Resumen del Valor de las Aportaciones

De conformidad con la normativa contable española, las aportaciones se valoran con arreglo a su valor contable neto (apartado 1.4.1).

He llevado a cabo las comprobaciones que he considerado necesarias acerca de la realidad de las aportaciones en lo relativo a la ausencia de factores susceptibles de cuestionar su transferibilidad, quedando entendido que la estructura del patrimonio transferido con carácter definitivo no se conocerá hasta la Fecha de Efecto Contable, una vez que las partes hayan establecido los Activos Netos Aportados Definitivos (apartado 5.2.1).

Las partes no han estimado el valor individual de las aportaciones en la Fecha de Efecto Contable, ya que la legislación española no exige esta información (apartado 5.2.2). Por consiguiente, no hago ninguna evaluación respecto del valor individual de las aportaciones.

El valor global de las aportaciones está avalado por la evaluación multicriterio realizada por las partes y por los resultados de mis propios análisis (apartado 5.2.3).

⁵⁸ Donde el mínimo es de 64 €.

Basándome en mi trabajo y a la fecha del presente informe, considero que el Valor de las Aportaciones de 1 023 388 973 € no está sobreestimado en su conjunto.

Las aportaciones se retribuirán mediante la asignación de acciones en autocartera de Colonial, por lo que la Fusión no supondrá una ampliación del capital social de Colonial.

En consecuencia, la confirmación prevista en la Resolución en el sentido de que el Valor de las Aportaciones sea al menos igual al importe de la ampliación de capital de la Sociedad Beneficiaria carece de relevancia.

6. Análisis de las garantías ofrecidas a los acreedores de SFL y Colonial

El artículo 5.5 del Proyecto de Fusión establece:

- que no se espera que la Fusión tenga ningún impacto sobre los acreedores de las sociedades fusionadas, aparte del hecho de que los acreedores de SFL se convertirán en acreedores de Colonial y de la integración de los activos y pasivos de SFL en Colonial por sucesión universal; y
- que no se ha considerado necesario prever una garantía en el marco de la Fusión ni adoptar medidas adicionales de protección o garantías adicionales para los acreedores.

En este contexto, la falta de garantías en favor de los acreedores de Colonial y de SFL no requiere observación alguna por mi parte.

7. Conclusión

Sobre la base de mi trabajo y a la fecha de este informe, en mi opinión:

- la Relación de Canje de 13 acciones ordinarias de Colonial por 1 acción de SFL se justifica con la aplicación de métodos de evaluación adecuados en el contexto de la Fusión y es equitativa (apartado 3.2.4);
- el Precio de Salida de 77,5 € por acción, incluyendo cupón, es adecuado y está justificado en el contexto de la Fusión (apartado 4.3);
- el Valor global de las Aportaciones de 1 023 388 973 € no está sobreestimado (apartado 5.3)⁵⁹.

En París, a 6 de marzo de 2025.

La auditora de la fusión,

Agnès PINIOT

⁵⁹ Las aportaciones se retribuirán mediante la asignación de acciones en autocartera de Colonial, por lo que la Fusión no supondrá una ampliación del capital social de Colonial. En consecuencia, la confirmación prevista en la Resolución en el sentido de que el Valor de las Aportaciones sea al menos igual al importe de la ampliación de capital de la Sociedad Beneficiaria carece de relevancia.

Experta del Tribunal de Apelación de París
Auditora de cuentas
Miembro de la Compagnie Régionale de Paris

Presidenta y socia de Ledouble SAS

Alicia Martorell Linares
Traductora-Intérprete Jurada de FRANCÉS
N.º 1747

Certificación de Traductor-Intérprete Jurado

Doña Alicia Martorell Linares, Traductora-Intérprete Jurada de francés, en virtud de título otorgado por el Ministerio de Asuntos Exteriores, Unión Europea y Cooperación, certifica que la que antecede es traducción fiel y exacta al español de un documento redactado en francés.

En Granada, a 7/3/2025

Firma

|