Agnès PINIOT
8, rue Halévy
75009 Paris

Olivier PERONNET
14, rue de Bassano
75116 Paris

Isabelle de KERVILER
19, rue Clément Marot
75008 Paris

GECINA

14-16, rue des Capucines
75002 Paris

GEC 25

16, rue des Capucines
75002 Paris

APPORT PARTIEL D'ACTIF DE L'ACTIVITÉ RÉSIDENTIELLE DE LA SOCIÉTÉ GECINA À LA SOCIÉTÉ GEC 25

Rapport des commissaires à la scission
sur la rémunération de l'apport

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission, qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Paris en date du 16 décembre 2019, concernant l'apport partiel d'actif (ci-après l'« **Apport** ») d'une branche d'activité réalisé par la société GECINA (ci-après « **GECINA** ») au bénéfice de la société GEC 25 (ci-après « **GEC 25** »), nous avons établi le présent rapport sur la rémunération de l'apport prévu par l'article L. 236-10 du Code de commerce, étant précisé que notre appréciation de la valeur de l'Apport fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération de l'Apport a été défini dans le projet de traité d'apport partiel d'actifs soumis au régime juridique des scissions signé par les représentants légaux des sociétés concernées en date du 19 février 2020 (ci-après le « **Traité d'Apport** »).

Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de ce rapport d'échange. À cet effet, nous avons effectué les diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission ; cette doctrine requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées à l'Apport et aux actions de GEC 25 sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

À aucun moment, nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Notre mission prenant fin avec le dépôt de nos deux rapports, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Nous vous prions de prendre connaissance de notre rapport établi selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'Apport et aux actions de la société bénéficiaire
3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée
4. Conclusion

1. Présentation de l'opération

1.1. Contexte de l'opération

Au 31 décembre 2019, GECINA possède, gère et développe un patrimoine d'environ 20 milliards d'euros comprenant environ 17 milliards d'euros d'actifs immobiliers de bureaux et environ 3 milliards d'euros d'actifs immobiliers résidentiels.

Afin de pouvoir accélérer le développement des actifs du pôle résidentiel considéré comme stratégique et attirer des investisseurs de premier plan, il est envisagé de procéder à la filialisation de l'activité résidentielle (ci-après l'« **Activité Résidentielle** ») de GECINA par voie d'apport partiel d'actif en faveur de GEC 25, société dont le capital est intégralement détenu par GECINA.

1.2. Sociétés concernées par l'opération

1.2.1.GECINA, société apporteuse

GECINA est une société anonyme immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro RCS 592 014 476. Son siège social est situé 14-16, rue des Capucines, 75002 Paris.

GECINA a pour objet l'exploitation d'immeubles ou groupes d'immeubles locatifs situés en France ou à l'étranger, ce qui inclut notamment :

- *« l'acquisition par voie d'achat, d'échange, d'apport en nature ou autre, de terrains à bâtir ou assimilés ;*
- *la construction d'immeubles ou de groupes d'immeubles ;*
- *l'acquisition par voie d'achat, d'échange, d'apport en nature ou autre, d'immeubles ou de groupes d'immeubles déjà construits ;*
- *le financement des acquisitions et des opérations de construction ;*
- *la location, l'administration et la gestion de tous immeubles pour son compte ou pour le compte de tiers ;*
- *la vente de tous biens ou droits immobiliers ;*
- *la prise de participation dans toutes sociétés ou organismes dont les activités sont en rapport avec l'objet social et ce, par voie d'apport, souscription, achat ou échange de titres ou de droits sociaux ou autrement ; et*
- *généralement toutes opérations financières, immobilières et mobilières se rapportant directement ou indirectement à cet objet et susceptibles d'en faciliter le développement et la réalisation ».*

GECINA clôture son exercice social le 31 décembre de chaque année.

Le capital social de GECINA, d'un montant de 573.076.950 euros, est divisé en 76.410.260 actions ordinaires de 7,50 euros de valeur nominale, toutes intégralement libérées.

La structure du capital de GECINA est la suivante :

- 15,15% par Ivanhoé Cambridge,
- 13,75% par le groupe Crédit Agricole Assurances - Prédica,
- 9,31% par Norges Bank,
- 6,48% par d'autres institutionnels résidents,
- 3,72% par des actionnaires individuels,
- 47,72% par des actionnaires non-résidents,
- environ 3,87% correspond à des actions propres détenues par GECINA.

GECINA n'a pas émis ou consenti de titres, de valeurs mobilières (donnant accès ou non à son capital) ou de droits (donnant accès ou non à son capital), en dehors de la mise en place des plans d'options de souscription ou d'achat d'actions (dont 19.951 actions potentielles étaient en circulation au 31 décembre 2019) et d'attributions gratuites d'actions (dont 137.455 actions gratuites étaient en cours d'acquisition au 31 décembre 2019).

Conformément aux dispositions du Traité d'Apport, GECINA n'apportera pas les financements et les instruments financiers suivants en vigueur à la date de réalisation de l'Apport :

- les emprunts obligataires Euro Medium Term Note (EMTN) et les emprunts obligataires portés ou émis par GECINA dans le cadre de placements privés obligataires hors programme EMTN[1] ; ces derniers ne donnent, par ailleurs, pas accès au capital social de GECINA ;
- les lignes de crédit et les billets de trésorerie ;
- les instruments de couverture.

1.2.2.GEC 25, société bénéficiaire

GEC 25 est une société par actions simplifiée immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris le 2 janvier 2020, sous le numéro RCS 880 266 218. Son siège social est situé 16, rue des Capucines, 75002 Paris.

GEC 25 a pour objet social, tant en France qu'à l'étranger :

- *« l'acquisition par tous moyens, et notamment par voie d'achat, d'échange, d'apport en nature ou autre, de tous terrains à bâtir ou assimilés, droits immobiliers, immeubles ou groupe d'immeubles déjà construits, ainsi que tous biens et droits pouvant constituer l'accessoire ou l'annexe desdits biens immobiliers ;*

[1] Auparavant portés par les sociétés EUROSIC et FONCIÈRE DE PARIS.

- *la construction d'immeubles ou groupes d'immeubles et toutes opérations ayant un rapport direct ou indirect avec la construction d'immeubles ou groupes d'immeubles ;*
- *le financement des acquisitions et des opérations de construction ;*
- *la location, l'administration et la gestion de tous immeubles pour son compte ou pour le compte de tiers, et, plus généralement, l'exploitation et la mise en valeur, principalement par voie de location, de biens immobiliers ;*
- *l'aliénation ou la vente de tous biens ou droits immobiliers.*
- *Le tout directement ou indirectement, soit seule, soit en association, participation, groupement ou société ou avec toutes autres personnes ou sociétés ;*
- *la détention ou la prise de participations dans toutes sociétés ou organismes dont les activités sont en rapport avec l'objet social et ce, par voie d'apport, souscription, achat ou échange de titres ou droit sociaux ou autrement ;*
- *toutes prestations ou assistance associées aux activités sus énumérées et notamment, les conseils, la comptabilité, l'audit, la logistique, la trésorerie ;*
- *l'acquisition, la détention et la gestion de tous titres et valeurs mobilières d'entreprises, françaises ou étrangères ;*
- *et plus généralement, toutes opérations de quelque nature qu'elles soient, financières, commerciales, industrielles, mobilières ou immobilières se rapportant directement ou indirectement à l'objet social de GEC 25 tel que décrit ci-dessus ou à tous objets similaires ou connexes susceptibles d'en faciliter la réalisation ou de nature à en favoriser l'extension ou le développement sous quelque forme ce que soit ».*

GEC 25 a été constituée avec un capital social de 2.000 euros, divisé en 2.000 actions ordinaires, d'une valeur nominale unitaire de 1 euro, toutes intégralement libérées.

Par décision de son associé unique en date du 7 février 2020 sous condition suspensive de l'absence d'opposition des créanciers, son capital social a été réduit d'un montant de 1.980 euros par diminution de la valeur nominale des actions, portée de 1 euro à 0,01 euro.

Hypothèse prise de l'absence d'opposition à la réduction de capital et de la réalisation définitive de cette réduction de capital prévue pour la fin du mois de février 2020 ou le début du mois de mars 2020, le capital de GEC 25 sera ainsi ramené à un montant de 20 euros, divisé en 2.000 actions, d'une valeur nominale de 0,01 euro, intégralement détenues par GECINA.

GEC 25 clôture son exercice social le 31 décembre de chaque année.

En date du 15 janvier 2020, GEC 25 a notifié au Service des Impôts des Entreprises compétent son option pour le régime SIIC-fille défini à l'article 208 C II du Code général des impôts (ci-après « **CGI** »).

1.2.3. Liens entre les sociétés

À la date du Traité d'Apport :

- GECINA détient directement la totalité des titres composant le capital social de GEC 25 ;
- Madame Méka Brunel est Directrice Générale et administratrice de GECINA. Elle représente GECINA en tant que Président de GEC 25.

1.3. Description de l'opération

Les modalités de réalisation de l'Apport sont exposées, de façon détaillée, dans le Traité d'Apport signé en date du 19 février 2020. Elles peuvent se résumer comme suit.

1.3.1. Caractéristiques essentielles de l'opération

1.3.1.1. Date de réalisation et date d'effet de l'Apport

La date de réalisation de l'Apport interviendra, sous réserve de la réalisation des conditions suspensives stipulées à l'article 7 du Traité d'Apport[2], à la date de l'Assemblée générale de GEC 25 appelée à approuver l'Apport.

Conformément aux dispositions des articles L. 236-4 et R. 236-1 du Code de commerce, l'Apport prendra, comptablement et fiscalement, effet rétroactivement au 2 janvier 2020. En conséquence, les opérations se rapportant à l'Activité Résidentielle réalisées par GECINA à compter de la date d'effet du 2 janvier 2020 jusqu'à la date de réalisation seront considérées de plein droit comme ayant été faites pour le compte de GEC 25.

1.3.1.2. Caractéristiques juridiques

Sur le plan juridique, l'opération sera placée sous le régime juridique des scissions.

Les parties ont décidé de ne pas soumettre l'opération au régime « simplifié » des apports partiels d'actifs soumis au régime des scissions prévu aux alinéas 2 et 3 de l'article L. 236-22 du Code de commerce.

Les parties conviennent expressément :

- d'écarter toute solidarité entre elles en ce qui concerne le passif pris en charge dans le cadre de l'Apport ;
- d'exclure les éléments listés à l'article 2.1.2 du Traité d'Apport.

Conformément à la réponse ministérielle publiée au Journal Officiel le 15 octobre 2019, qui confirme que les transmissions d'immeubles par voie d'apport partiel d'actif soumis au régime juridique des scissions ne sont pas soumises au droit de préemption urbain, GECINA n'a pas déposé de déclaration d'intention d'aliéner pour chacun des immeubles inclus dans l'Activité Résidentielle apportée.

---

[2] Ou de la renonciation de GECINA et GEC 25 à ces conditions suspensives.

1.3.1.3. Régime fiscal applicable

Le régime fiscal applicable à l'Apport est présenté à l'article 6 du Traité d'Apport.

En matière d'impôt sur les sociétés, GECINA et GEC 25 ont décidé de soumettre l'opération au régime fiscal de droit commun, avec application de l'exonération prévue à l'article 208 C II bis du CGI aux plus-values latentes existantes sur les immeubles et les droits réels immobiliers transmis.

En matière de droits d'enregistrement, GECINA et GEC 25 considérant que l'opération a pour objet une branche d'activité susceptible d'une exploitation autonome au sens des articles 301 A et 301 E de l'Annexe II au CGI, l'Apport sera enregistré gratuitement conformément aux dispositions des articles 816 et 817 du CGI.

1.3.2. Conditions suspensives

La réalisation de l'Apport est subordonnée aux conditions suspensives suivantes, qui sont décrites à l'article 7 du Traité d'Apport :

- la réalisation définitive de la réduction de capital de GEC 25 ;
- l'approbation par l'Assemblée générale extraordinaire des actionnaires de GECINA de l'Apport, ce qui inclut son évaluation et sa rémunération ;
- l'approbation par l'Assemblée générale de GEC 25 de l'Apport[3] et de l'augmentation de capital devant le rémunérer.

Si les conditions suspensives ne sont pas réalisées le 31 décembre 2020 au plus tard, le Traité d'Apport sera considéré comme nul et non avenu[4].

1.3.3. *Évaluation de l'Apport*

En application du règlement n° 2017-01 du 5 mai 2017 de l'Autorité des normes comptables modifiant l'annexe du règlement ANC N° 2014-03 du 15 juin 2014 modifié relatif au plan comptable général, s'agissant d'une opération à l'endroit entre sociétés sous contrôle commun, les éléments d'actif et de passif seront apportés sur la base de leur valeur nette comptable telle qu'elle ressort des comptes de GECINA.

Aux termes du Traité d'Apport, les parties ont arrêté la valeur de l'actif net apporté à la somme de 81.679.735 euros.

Ce montant a été déterminé sur la base (i) des comptes annuels de GECINA au 31 décembre 2019 se rapportant à l'Activité Résidentielle, (ii) qui ont été ajustés des opérations relatives à l'Activité Résidentielle réalisées le 1er janvier 2020.

L'Activité Résidentielle étant historiquement bénéficiaire et le budget de l'exercice 2020 anticipant un résultat bénéficiaire, il n'y a pas lieu de prendre en compte une provision pour perte de rétroactivité au titre de la période intercalaire.

---

[3] De son évaluation et de sa rémunération.

[4] Sans indemnité de part ni d'autre à l'exception des droits à indemnité éventuelle de chacune des parties en cas de violation par l'autre partie de ses obligations au titre du Traité d'Apport.

1.3.4. Rémunération de l'Apport

La rémunération de l'Apport a été calculée par comparaison de la valeur réelle de l'Activité Résidentielle et celle de la société bénéficiaire. Ces valeurs réelles ont été déterminées selon les modalités décrites en Annexe 1.6 du Traité d'Apport.

En rémunération de l'Apport, il sera attribué à la société apporteuse 1.919.200.000 actions nouvelles de GEC 25 d'une valeur nominale de 0,01 euro chacune, entièrement libérées.

GEC 25, bénéficiaire de l'Apport, procédera à une augmentation de capital d'un montant de 19.192.000 euros. En conséquence, le capital de GEC 25 sera porté d'un montant de 20 euros[5] à un montant 19.192.020 euros, divisé en 1.919.202.000 actions[6] de 0,01 euro de valeur nominale.

La différence entre la valeur de l'actif net apporté, soit 81.679.735 euros, et le montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire, soit 19.192.000 euros, constituera une prime d'apport, dont le montant s'établira à 62.487.735 euros, qui sera inscrite au passif du bilan de GEC 25.

2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'Apport et aux actions de la société bénéficiaire

2.1. Diligences accomplies par les commissaires à la scission

Notre mission s'inscrit parmi les autres interventions définies par la loi et prévues par le cadre conceptuel de notre doctrine professionnelle. Elle a pour objet d'éclairer les actionnaires de GECINA et GEC 25 sur les valeurs relatives retenues par les parties afin de déterminer le rapport d'échange et d'apprécier le caractère équitable de ce dernier.

Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » menée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. En outre, elle ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Notre rapport ne peut donc être utilisé dans ce contexte.

L'opération soumise à votre approbation est un projet de filialisation de l'Activité Résidentielle de GECINA sur lequel nous ne formulons aucun avis d'ordre économique, comptable, juridique, fiscal ou patrimonial.

Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport qui constitue la fin de notre mission.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à ce type de mission afin d'apprécier la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'activité apportée et à la société bénéficiaire.

---

[5] Après la réduction de capital d'un montant de 1.980 euros (§ 1.2.2).
[6] Entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- pris connaissance du contexte et des objectifs de l'Apport ;
- réalisé des entretiens avec les responsables des services chargés de l'Apport et les conseils juridiques des parties, tant pour appréhender le contexte de l'opération que pour en comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales ;
- examiné le Traité d'Apport et ses annexes signé le 19 février 2020 ;
- revu les documents juridiques établis pour la constitution de GEC 25 et depuis son immatriculation ;
- vérifié que GEC 25 n'a pas exercé d'activité depuis sa création afin de confirmer que ses capitaux propres reflètent effectivement la valeur réelle de ses actions ;
- consulté les documents juridiques et financiers mis à notre disposition concernant l'Activité Résidentielle apportée par GECINA ;
- pris connaissance des rapports émis par les commissaires aux comptes de GECINA au titre des deux derniers exercices ;
- analysé les comptes annuels et consolidés au 31 décembre 2019 de GECINA, lesquels ont fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- utilisé les travaux réalisés pour notre appréciation de la valeur de l'Apport ;
- étudié les valeurs d'expertise des biens immobiliers apportés. Ces expertises sont réalisées soit en externe, par l'expert immobilier, pour l'essentiel du patrimoine apporté, soit en interne, par GECINA, pour une partie du patrimoine en cours de cession. Nous avons comparé les valorisations internes aux valeurs vénales observées sur des biens comparables ;
- examiné la rentabilité historique de l'Activité Résidentielle ;
- pris connaissance du plan d'affaires de l'Activité Résidentielle établi par la direction de GECINA ;
- procédé à l'analyse de la pertinence et de la correcte mise en œuvre de la méthode d'évaluation qui a été retenue par les parties pour déterminer la valeur relative de l'Activité Résidentielle ;
- mis en œuvre des méthodes de valorisation complémentaires de l'Activité Résidentielle ;
- obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants de GECINA confirmant notamment l'absence d'évènements ou de faits susceptibles d'affecter de manière significative la rémunération de l'Apport.

2.2. Appréciation de la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'Apport et aux actions de GEC 25

Pour déterminer la rémunération de l'Apport, les parties au Traité d'Apport ont retenu un rapport d'échange déterminé sur la base de la valeur réelle de l'Apport et des actions de la société bénéficiaire.

2.2.1. Société bénéficiaire de l'Apport

GEC 25, immatriculée le 2 janvier 2020, n'a pas exercé d'activité opérationnelle à ce jour.

La société a été évaluée par référence à ses capitaux propres, qui correspondent au cumul (i) de son capital social et (ii) de la prime d'émission constituée par la réduction de capital qui sera définitivement réalisée préalablement à la réalisation de l'Apport, soit une valeur de 1 euro par action.

S'agissant d'une société sans activité, cette méthode est appropriée car elle reflète le patrimoine de GEC 25 à ce jour. Elle n'appelle donc pas de commentaire de notre part.

2.2.2. Activité Résidentielle

Nous avons examiné les travaux de valorisation des actifs apportés et des passifs transmis de l'Activité Résidentielle qui ont été effectués par les parties au Traité d'Apport.

Une évaluation patrimoniale a été retenue par la direction de GECINA. Elle est reflétée par l'Actif Net Réévalué (ci-après « l'**ANR** ») de l'Activité Résidentielle.

Cette méthode usuelle nous parait adaptée pour évaluer l'Activité Résidentielle.

Dans le cadre de notre analyse, nous avons vérifié le calcul de l'ANR, notamment en examinant les expertises immobilières qui sous-tendent la valeur des actifs immobiliers par des analyses d'évolution associées à des entretiens. Dans une seconde étape, nous avons étendu les critères et les méthodes d'évaluation afin d'apprécier la sensibilité de la rémunération à différents paramètres.

Les évaluations complémentaires que nous avons menées, telles que détaillées ci-après[7], sont exclusivement destinées à déterminer les valeurs relatives de l'Activité Résidentielle pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange retenu dans le Traité d'Apport.

[7] § 2.3.2.1 à 2.3.2.4.

2.3. Méthodes d'évaluation de l'Activité Résidentielle retenues par les commissaires à la scission

2.3.1. Paramètres utilisés dans les différentes méthodes d'évaluation retenues

Référence comptable

Nos travaux d'évaluation ont été réalisés sur la base des actifs apportés et des passifs transmis de l'Activité Résidentielle. Ces derniers proviennent essentiellement des comptes annuels de GECINA au 31 décembre 2019, lesquels ont fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes.

Plan d'affaires

La direction de GECINA a établi un plan d'affaires « *standalone* » de l'Activité Résidentielle pour la période allant de 2020 à 2028. Ce plan d'affaires présente les agrégats de volume d'affaires et de rentabilité.

2.3.2. Méthodes d'évaluation retenues pour l'activité apportée

2.3.2.1. Actif Net Réévalué (ANR)

L'ANR est un critère d'évaluation incontournable dans le cas de sociétés foncières. GECINA publie, dans son document de référence, un actif net réévalué triple net (ANNNR) qui est calculé selon les recommandations de l'EPRA.

L'ANR triple net *(EPRA NNNAV)* est déterminé à partir de l'actif net comptable en normes IFRS, ajusté de l'impact de la mise à la juste valeur hors droits des immeubles de placement ; il se calcule à partir de l'EPRA NAV après prise en compte de l'impact éventuel des impôts sur plus-values latentes ainsi que de la juste valeur des dette et instruments financiers.

Concernant l'ANR de l'Activité Résidentielle, nous nous sommes assurés qu'en dehors de la mise à la juste valeur du patrimoine immobilier sur la base (i) des évaluations immobilières réalisées par l'expert immobilier et (ii) des valeurs de marché pour les biens évalués en interne, les éléments à l'origine des ajustements entre les fonds propres IFRS et l'ANNNR EPRA n'étaient pas apportés et ne concernaient pas le périmètre de l'opération.

2.3.2.2. Évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF)

Nous avons mis en œuvre une méthode intrinsèque (*Discounted Cash Flow ou* « DCF ») fondée sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie d'exploitation (*cash-flows*) disponibles après prise en compte des besoins de constitution des fonds propres.

À cet effet, nous avons retenu le plan d'affaires prévisionnel « *standalone* » établi par la direction de GECINA sur la période 2020-2028. Ce plan d'affaires ne fait pas ressortir de modification notable de l'activité, en dehors des acquisitions envisagées par réinvestissement des produits de cession de certains actifs immobiliers jugés non stratégiques. Nous avons préalablement procédé à une analyse critique du plan d'affaires ainsi que des hypothèses sous-jacentes retenues pour la détermination des flux d'exploitation.

Ces flux ont été actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC)[8].

En application de cette méthode, la valeur de l'Activité Résidentielle correspond à la somme (i) des flux de trésorerie actualisés sur l'horizon explicite et (ii) de la valeur terminale. Cette dernière a été appréhendée selon deux hypothèses : soit une valeur de sortie, correspondant à la valeur de cession du patrimoine immobilier, soit un flux terminal normatif, dans une situation de poursuite de l'activité de gestion locative.

Nous avons, en outre, complété notre analyse par la mise en œuvre de tests de sensibilité de la valeur réelle ainsi obtenue, en faisant varier les principaux paramètres d'évaluation tels que le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini.

2.3.2.3. Évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de dividendes (DDM)

L'évaluation par le rendement est également pertinente compte tenu du statut SIIC qui s'applique aux revenus fonciers de l'activité apportée et qui impose la distribution de dividendes récurrents.

À partir des anticipations des niveaux de distribution de l'Activité Résidentielle, nous avons mis en œuvre la méthode de valorisation DDM (*Dividend Discount Model*). La valeur terminale a été estimée selon les mêmes principes que ceux appliqués dans le cadre de la méthode des DCF.

Le coût du capital[9] utilisé pour actualiser les flux prévisionnels de dividendes a été calculé sur la base de données financières actuelles, notamment pour le taux d'intérêt et la prime de risque de marché. Le taux de croissance à l'infini a été déterminé en fonction des taux de croissance retenus par l'expert immobilier.

2.3.2.4. Évaluation analogique par référence aux comparables boursiers

L'évaluation analogique par application de multiples boursiers consiste à valoriser l'activité apportée par référence à des multiples d'agrégats observés sur des échantillons d'entité cotées réputées comparables.

Nous avons considéré deux échantillons distincts : le premier[10], constitué de *pure players* de l'immobilier résidentiel européen, a été privilégié ; le second[11], examiné à titre complémentaire, inclut des sociétés foncières françaises diversifiées du point de vue de leur activité.

Nous avons considéré l'EPRA NNNAV[12] comme agrégat de référence, conformément aux usages en la matière, et nous avons appliqué les multiples d'EPRA NNNAV obtenus aux données financières de l'activité apportée.

---

[8] Taux d'actualisation compris entre 3,8% et 4,4%.
[9] Taux d'actualisation compris entre 4,6% et 5,5%.
[10] Vonovia, Deutsche Wohnen, LEG Immobilien, TAG Immobilien, Grand City Properties, ADO Properties, Kojamo Oyj, Hembla AB.
[11] Covivio, Icade, Société de la Tour Eiffel, CeGeREAL, Foncière Inea, Altarea.
[12] Au 31 décembre 2018 et au 30 juin 2019.

2.3.3. Conclusion sur la pertinence des valeurs relatives

Les valeurs relatives résultant de nos travaux encadrent la valeur patrimoniale de l'Activité Résidentielle qui a été privilégiée, à juste titre, compte tenu de la nature de l'Apport (activité de foncière).

Par conséquent, les valeurs relatives retenues par les parties apparaissent pertinentes dès lors qu'elles résultent de la mise en œuvre de critères usuels et appropriés et que, concernant l'activité apportée, la valeur patrimoniale est confortée par les méthodes d'évaluation alternatives examinées.

3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée

3.1. Rémunération proposée par les parties

Sur la base des valeurs relatives ainsi retenues, la rémunération de l'Apport effectué par GECINA se traduira par l'émission de 1.919.200.000 actions GEC 25.

3.2. Diligences mises en œuvre par les commissaires à la scission

En exécution de la mission, qui nous a été confiée, nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires pour apprécier le caractère équitable de la rémunération proposée.

Ces diligences ont été définies par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à cette mission.

Dans ce cadre, nous avons :

- analysé le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes ;
- appréhendé l'incidence de la rémunération sur la situation future des actionnaires.

Nous nous sommes assurés de la correcte détermination de la rémunération proposée.

3.3. Positionnement et appréciation de la rémunération

La rémunération de l'Apport résulte de la comparaison de valeurs relatives, étant rappelé que, l'Activité Résidentielle apportée étant celle d'une foncière, l'ANR constitue la méthode préférentielle.

Afin d'apprécier la sensibilité du rapport d'échange, nous avons déterminé le nombre d'actions GEC 25 à émettre en rémunération de l'Apport en considérant les valeurs ressortant des méthodes d'évaluation alternatives décrites ci-avant au § 2.

Le nombre d'actions GEC 25 à émettre en rémunération de l'Apport selon chaque méthode est repris dans le tableau ci-après :

Gecina	GEC 25	Nombre d'actions à créer	
En millions		Min	Max
Rémunération retenue par les parties		**1 919,2**	
ANR	ANC	1 919,2	
DCF - Valeur de sortie	ANC	2 079,6	
DCF - Valeur terminale	ANC	2 426,4	
DDM - Valeur terminale	ANC	2 201,1	
DDM - Valeur de sortie	ANC	2 154,6	
Multiples boursiers au 31/12/2018	ANC	1 301,0	2 357,0
Multiples boursiers au 30/06/2019	ANC	1 727,0	2 040,0

Il convient de souligner que le rapport d'échange retenu par les parties s'inscrit dans la fourchette de valeurs que nous avons obtenues.

Compte tenu des explications ci-avant, la rémunération de l'Apport déterminée par les parties nous parait adaptée et pertinente.

3.4. Incidence de la rémunération sur la situation future des actionnaires

Il convient de souligner que la société bénéficiaire, GEC 25, est contrôlée par GECINA, société apporteuse ; l'opération, dont les modalités sont soumises à votre approbation, présente un caractère strictement interne au groupe GECINA.

Dès lors que le capital de la société bénéficiaire est détenu en totalité par la société apporteuse, la rémunération des apports ne modifiera pas le patrimoine de cette dernière qui restera, dans tous les cas, l'unique associé de la société bénéficiaire.

4. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération de l'Apport arrêtée par les parties, qui conduit à la création de 1.919.200.000 actions GEC 25, présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 4 mars 2020

Les commissaires à la scission

Agnès PINIOT	Olivier PERONNET	Isabelle de KERVILER