

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ÉTABLI PAR



**EN RÉPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT
LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ GALIMMO SCA SUIVIE D'UN RETRAIT
OBLIGATOIRE INITIÉE PAR CARMILA**



AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), le rapport du cabinet Crowe HAF agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** »).



Le Projet de Note en Réponse a été établi et déposé auprès de l'AMF le 6 septembre 2024, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

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

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Galimmo SCA (www.galimmo-sca.com) et peut être obtenu sans frais auprès de Galimmo SCA (37 rue de la Victoire, 75009 Paris).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Galimmo SCA sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1	Présentation de l'Offre	5
1.2	Rappel du contexte et des motifs de l'Offre	6
1.2.1	Contexte de l'Offre	6
1.2.2	Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	8
1.2.3	Motifs de l'Offre	8
1.3	Rappel des principales caractéristiques de l'Offre	9
1.3.1	Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre	9
1.3.2	Principaux termes et modalités de l'Offre	9
1.3.3	Retrait Obligatoire – Radiation	10
1.3.4	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	10
1.3.5	Procédure d'apport à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée	11
1.3.6	Retrait Obligatoire	12
1.3.7	Calendrier indicatif de l'Offre	13
1.3.8	Régime fiscal de l'Offre	13
2	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE GALIMMO SCA	13
2.1	Composition du conseil de surveillance	13
2.2	Rappel des décisions préalables du conseil de surveillance relatives à l'Offre	14
2.3	Avis motivé du conseil de surveillance	14
3	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE GALIMMO SCA	21
4	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	21
5	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	21
6	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	21
7	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	22
7.1	Structure du capital de Galimmo SCA	22
7.2	Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce	23
7.3	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce	23
7.4	Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société	24
7.5	Liste des détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	24
7.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	24

7.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	24
7.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement de la gérance et des membres du conseil de surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de Galimmo SCA	24
7.8.1	Nomination et remplacement de la gérance.....	24
7.8.2	Nomination et remplacement du conseil de surveillance.....	24
7.8.3	Modification des statuts de Galimmo SCA.....	25
7.9	Pouvoirs du conseil de surveillance, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions....	25
7.10	Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de Galimmo SCA	29
7.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil de surveillance ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange	29
8	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNÉES À L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF	29
9	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE	29

1 RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 et 237-1 du règlement général de l'AMF, Carmila, société anonyme de droit français ayant un capital social de 875.389.008 euros, dont le siège social est sis au 25 rue d'Astorg, 75008 Paris, France, immatriculée sous le numéro 381 844 471 R.C.S. Paris (« **Carmila** » ou l'« **Initiateur** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris sous le code ISIN FR 0010828137, offre de manière irrévocable aux actionnaires de Galimmo SCA, société en commandite par actions de droit français ayant un capital social de 25.957.380,80 euros, dont le siège social est sis au 37 rue de la Victoire, 75009, Paris, France, immatriculée sous le numéro 784 364 150 R.C.S. Paris, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment B) sous le code ISIN FR 0000030611 (« **Galimmo SCA** » ou la « **Société** ») d'acquérir la totalité de leurs actions Galimmo SCA dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre Publique d'Achat Simplifiée** »), qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, l'« **Offre** ») au prix unitaire de 14,83 euros (le « **Prix de l'Offre** ») payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après.

Le dépôt de l'Offre fait suite au franchissement direct et indirect en hausse par l'Initiateur du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société résultant de la réalisation, le 1^{er} juillet 2024, de l'Acquisition du Bloc de Contrôle (tel que ce terme est défini à la section 1.2.1 du Projet de Note d'Information).

À la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient, directement et indirectement, 32.387.721 actions et droits de vote de la Société, représentant 99,82 % du capital et des droits de vote de la Société¹.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. (succursale de Paris) en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »), a déposé auprès de l'AMF, le 6 septembre 2024, un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») pour le compte de l'Initiateur, et garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre vise la totalité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement par Carmila, soit un nombre total, à la date du Projet de Note en Réponse, de 59.005 actions ordinaires.

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les

¹ Sur la base d'un capital composé de 32.446.726 actions représentant 100 % droits de vote théoriques de la Société conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

actions ordinaires existantes de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société et dont les bénéficiaires seraient tenus par un engagement de conservation.

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne sera pas réouverte en application de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF.

À l'issue de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier sera mise en œuvre. Dans le cadre de ce Retrait Obligatoire, les actions Galimmo SCA qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix de l'Offre, soit 14,83 euros par action.

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

Les caractéristiques de l'Offre sont décrites de manière plus exhaustive dans la section 2 du Projet de Note d'Information.

1.2 Rappel du contexte et des motifs de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

Acquisition du Bloc de Contrôle

Le 12 juillet 2023, Carmila, Louis Delhaize, Delparef et Galimmo Real Estate ont signé une promesse d'achat d'actions (la « **Promesse Bloc de Contrôle** ») portant sur l'acquisition par Carmila de :

- l'intégralité des titres Galimmo SCA détenus par Louis Delhaize, soit 23.827.049 actions, représentant 73,43 % du capital et autant de droits de vote de la Société² ;
- l'intégralité des titres Galimmo SCA détenus par Galimmo Real Estate, soit 6.220.223 actions, représentant 19,17 % du capital et autant de droits de vote de la Société ; et

² La cession préalable de ces 23.827.049 actions de la Société par Delparef à Louis Delhaize le 1^{er} juillet 2024 a fait l'objet d'une décision de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique (Décision AMF 224C0771 du 31 mai 2024).

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- l'intégralité des titres Galimmo Services France détenus par Galimmo Real Estate, soit 10.000 actions représentant 100,00 % du capital et autant de droits de vote de Galimmo Services France, Galimmo Services France étant l'associé commandité de Galimmo SCA et détenant directement 76.735 actions Galimmo SCA, représentant 0,24 % du capital et autant de droits de vote de la Société ;

(ensemble, l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** »).

La signature de la Promesse Bloc de Contrôle a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par Carmila le même jour.

Le 12 septembre 2023, les instances représentatives du personnel de Galimmo SCA ont émis un avis favorable sur le projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Le 15 septembre 2023, Carmila, Louis Delhaize, Delparef et Galimmo Real Estate ont conclu un contrat de cession d'actions portant sur l'Acquisition du Bloc de Contrôle par Carmila (le « **Contrat de Cession Carmila** »). En parallèle, Carrefour et Louis Delhaize ont conclu un contrat de cession portant sur l'acquisition par Carrefour de l'intégralité des titres composant le capital des sociétés Delparef et Provera France qui exploitent les magasins sous enseignes Cora et Match en France (le « **Contrat de Cession Carrefour** » et la « **Transaction Carrefour** »). La réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et de la Transaction Carrefour était notamment conditionnée à l'obtention des autorisations réglementaires requises en matière de contrôle des concentrations et au titre du contrôle des subventions étrangères.

Le 1^{er} juillet 2024, à la suite de la décision de dérogation à l'effet suspensif de la procédure de contrôle des concentrations accordée le 6 juin 2024 par l'Autorité de la Concurrence et de l'approbation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par la Commission européenne au titre du contrôle des subventions étrangères obtenue le 20 juin 2024, Carmila a acquis directement et indirectement 30.124.007 actions de la Société représentant 92,84 % du capital et des droits de vote théoriques de Galimmo SCA au prix de 9,02 euros par action³.

Le 1^{er} juillet 2024, l'Initiateur et la Société ont publié un communiqué de presse relatif à la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Acquisition du Bloc Minoritaire

En parallèle de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, Carmila, en qualité de promettant, et Primonial Capimmo, en qualité de bénéficiaire, ont conclu, le 28 juin 2024, une promesse d'achat portant sur l'intégralité des 2.263.714 actions Galimmo SCA détenues par Primonial Capimmo représentant environ 6,98 % du capital et des droits de vote de Galimmo SCA (la « **Promesse Bloc Minoritaire** »). Cette Promesse Bloc Minoritaire a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par Carmila le 1^{er} juillet 2024.

³ Il est précisé que l'octroi par l'Autorité de la Concurrence d'une dérogation à l'effet suspensif de la procédure de contrôle des concentrations ne préjuge aucunement des conclusions de l'analyse concurrentielle au fond que conduit l'Autorité de la Concurrence.

La Promesse Bloc Minoritaire était exerçable par Primonial Capimmo au plus tard le 30 juillet 2024 (inclus) pour un prix de 11,93 euros par action (l' « **Acquisition du Bloc Minoritaire** », et ensemble avec l'Acquisition du Bloc de Contrôle, les « **Acquisitions de Blocs** »).

Le 25 juillet 2024, à la suite de la notification d'exercice de la Promesse Bloc Minoritaire par Primonial Capimmo, Carmila a acquis l'intégralité des 2.263.714 actions de la Société détenues par Primonial Capimmo.

Ainsi, à la date du présent Projet de Note en Réponse et à la suite des Acquisitions de Blocs, Carmila détient 32.387.721 actions et autant de droits de vote de la Société, représentant 99,82 % du capital et des droits de vote de la Société.

Le projet d'Offre s'inscrit dans le cadre d'un projet global de l'Initiateur de rationalisation de l'actionariat de Galimmo SCA. À cet égard, dans son communiqué de presse en date du 1^{er} juillet 2024, Carmila avait indiqué qu'en cas d'exercice de la Promesse Bloc Minoritaire, son offre serait suivie d'un retrait obligatoire.

Le conseil de surveillance de Galimmo SCA a décidé le 23 juillet 2024 à l'unanimité de ses membres de nommer le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant dans le cadre des dispositions de l'article 261-1, I-1°, I-2°, I-4° et II du règlement général de l'AMF, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Compte tenu de l'impossibilité pour le conseil de surveillance de Galimmo SCA de constituer un comité ad hoc composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants, cette nomination a été soumise à l'AMF qui ne s'y est pas opposée en application de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF.

L'annonce de l'opération et les termes de l'Offre ont fait l'objet de communiqués de presse de l'Initiateur et de Galimmo SCA le 6 septembre 2024, disponibles sur les sites Internet de l'Initiateur (www.carmila.com) et de Galimmo SCA (<https://www.galimmo.com>).

1.2.2 Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Sous réserve des accords mentionnés en Section 1.2.1, la Société n'a pas connaissance, à la date du présent Projet de Note en Réponse, d'un quelconque accord et n'est pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

1.2.3 Motifs de l'Offre

L'Offre fait suite au franchissement du seuil d'offre obligatoire.

Le Retrait Obligatoire s'inscrit dans le cadre d'une opération de simplification de la structure capitalistique de Galimmo SCA par l'acquisition du solde du capital de la Société non détenu par l'Initiateur.

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre

L'Offre porte sur la totalité des titres de capital et donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société émis à ce jour et non encore détenus directement ou indirectement par l'Initiateur à la date des présentes, soit 59.005 actions ordinaires.

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions ordinaires existantes de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société et dont les bénéficiaires seraient tenus par un engagement de conservation.

1.3.2 Principaux termes et modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 6 septembre 2024 par Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A (succursale de Paris), agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur, en application des articles 231-13 et suivants et 237-1 du règlement général de l'AMF. Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A (succursale de Paris), en qualité d'établissement présentateur et garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera ouverte pendant 10 jours de négociation. Dans le cadre de cette Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant cette période de 10 jours de négociation, en application de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF, à acquérir auprès des actionnaires de Galimmo SCA la totalité des actions qui seront apportées à l'Offre, au Prix de l'Offre, soit 14,83 euros par action apportée.

La Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 6 septembre 2024. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Le Projet de Note en Réponse est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et sera mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.galimmo-sca.com/).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse sera diffusé par la Société.

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

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la note en réponse.

En cas de visa par l'AMF, la note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF et le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, seront mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.galimmo-sca.com). Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement au siège social de la Société.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par la Société.

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

1.3.3 Retrait Obligatoire – Radiation

En application de l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Carmila a l'intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les actions Galimmo SCA qui n'auront pas été apportées à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire aura pour conséquence la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.

1.3.4 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Le Projet de Note en Réponse n'est pas destiné à être distribué dans des pays autres que la France. La diffusion du Projet de Note en Réponse et de tout autre document relatif à l'Offre, le Projet de Note d'Information, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes faisant l'objet de telles restrictions, directement ou indirectement, et n'est pas susceptible d'acceptation s'agissant d'ordres émanant de pays au sein desquels l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes en possession du Projet de Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. La Société décline toute responsabilité en cas de la violation par toute personne de restrictions qui lui sont applicables.

Le Projet de Note en Réponse ainsi que tous les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent ni une offre de vente, ni une sollicitation, ni une offre d'achat de titres dans un pays au sein duquel l'Offre serait illégale. L'Offre ne fera l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de France.

Etats-Unis d'Amérique

Le Projet de Note en Réponse ne constitue pas une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas proposée, directement ou indirectement, aux États-Unis, aux personnes résidant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de

communication ou de commerce (incluant de manière non limitative la transmission par fax, téléphone et par courrier électronique) aux États-Unis, ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire du Projet de Note en Réponse, aucun autre document lié au Projet de Note en Réponse ni aucun document relatif à l'Offre ne peut être envoyé par la poste, communiqué ou publié par un intermédiaire ou n'importe quelle autre personne aux États-Unis sous quelque forme que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne peut apporter ses actions à l'Offre, s'il n'est pas en mesure de déclarer : (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis une copie du Projet de Note en Réponse, ou de quelque autre document lié à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents vers les États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement les services postaux, les moyens de télécommunication ou d'autres instruments de commerce ou encore les services d'une bourse de valeurs aux États-Unis en lien avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas aux États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou communiqué l'ordre de transfert de ses actions et (iv) qu'il n'est ni mandataire ni représentant agissant pour le compte d'une autre personne qui lui aurait communiqué des instructions depuis les États-Unis. Les intermédiaires habilités n'auront pas le droit d'accepter d'ordre de transfert d'actions qui ne respecteraient pas les dispositions précitées (à moins d'une autorisation ou d'un ordre contraire de la part de l'Initiateur, ou fait en son nom, et laissé à sa discrétion). Le Projet de Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation d'un ordre de vente de valeurs mobilières aux États-Unis.

Pour les besoins du paragraphe précédent, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ses États et le District de Columbia.

1.3.5 Procédure d'apport à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée

L'Offre Publique d'Achat Simplifiée sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. L'offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Les actions apportées à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre par action au plus tard à la date (inclusive) de clôture de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée – sous réserve des délais de traitement par l'intermédiaire financier concerné – en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire financier.

Les actions détenues sous la forme nominative dans les registres de la Société devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée. En

conséquence, les intermédiaires financiers teneurs de compte ayant reçu instruction des propriétaires d'actions de la Société inscrites en compte nominatif de les apporter à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur desdites actions. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces actions sous la forme nominative.

Les ordres de présentation des actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée sont irrévocables.

L'Offre Publique d'Achat Simplifiée sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux jours de négociation après chaque exécution. Kepler Cheuvreux, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les actions qui seront apportées à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et de TVA correspondants) afférents à ces opérations resteront en totalité à la charge des actionnaires apportant leurs actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée. Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par le biais desquels les actionnaires apporteront leurs actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Le transfert de propriété des actions apportées à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée ne portera pas intérêt et sera payée à la date du règlement-livraison.

Il reviendra aux actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée de se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs actions à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée dans les délais impartis.

1.3.6 Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, les actions Galimmo SCA qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites actions) moyennant une indemnisation de 14,83 euros par action Galimmo SCA.

L'AMF publiera un avis de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et Euronext Paris publiera un avis annonçant le calendrier de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-5 du règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé à l'issue de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée sur un compte bloqué ouvert auprès d'Uptevia qui agira comme centralisateur des opérations d'indemnisation du Retrait Obligatoire.

Les actions de la Société seront radiées d'Euronext Paris le jour où le Retrait Obligatoire sera effectif.

Conformément à l'article 237-8 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions Galimmo SCA dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés pendant une durée de dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

1.3.7 Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.8 du Projet de Note d'Information.

1.3.8 Régime fiscal de l'Offre

Le régime fiscal de l'Offre est décrit à la Section 2.11 du Projet de Note d'Information.

2 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE GALIMMO SCA

2.1 Composition du conseil de surveillance

À la date du Projet de Note en Réponse, le conseil de surveillance de la Société est composé comme suit :

- Madame Marie Cheval, Présidente ;
- Monsieur Sébastien Vanhoove ;
- Monsieur Pierre-Yves Thirion ; et
- Madame Patricia Damerval*.

* Administrateur indépendant

2.2 Rappel des décisions préalables du conseil de surveillance relatives à l'Offre

Lors d'une réunion du 23 juillet 2024, le conseil de surveillance de la Société a décidé à l'unanimité de désigner le cabinet Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1, I-1°, I-2°, I-4° et II du règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre (l'« **Expert Indépendant** »). Compte tenu de l'impossibilité pour le conseil de surveillance de Galimmo SCA de constituer un comité ad hoc composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants, cette nomination a préalablement été soumise à l'AMF qui ne s'y est pas opposée en application de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF. Le même jour, la Société a publié un communiqué de presse relatif à la désignation du cabinet Crowe HAF en tant qu'Expert Indépendant.

Les membres de l'équipe dirigeante de la Société ont pu échanger avec l'Expert Indépendant et suivre la réalisation de ses travaux.

2.3 Avis motivé du conseil de surveillance

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil de surveillance se sont réunis le 5 septembre 2024, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre leur avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société.

Tous les membres du conseil de surveillance de la Société étaient présents ou représentés. Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil de surveillance se sont tenus sous la présidence de Marie Cheval, en sa qualité de Présidente du conseil de surveillance.

L'avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés a été adopté à l'unanimité des membres du conseil de surveillance lors de sa réunion du 5 septembre 2024. Aucune opinion divergente n'a été exprimée par les membres du conseil de surveillance.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du conseil de surveillance, est reproduit ci-dessous :

*« La Présidente rappelle qu'à la suite des franchissements de seuils direct et indirect à la hausse de Carmila, le 1^{er} juillet 2024 puis le 25 juillet 2024, Carmila, qui détient 99,82 % du capital et des droits de vote de la Société à la date des présentes, entend déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée, suivie d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **Offre** »).*

La Présidente rappelle qu'en amont du dépôt, le Conseil de surveillance avait désigné le 23 juillet dernier le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant à l'effet de se prononcer sur les conditions financières de l'Offre et d'établir une attestation d'équité.

La Présidente rappelle que conformément à l'article 261-1-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, la Société n'étant pas en mesure de constituer un comité

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

ad hoc composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants conformément à l'article 261-1, III du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'identité de l'expert indépendant pressenti avait été soumise à l'Autorité des marchés financiers qui ne s'y est pas opposée.

Un communiqué relatif à la nomination de Crowe HAF, en qualité d'expert indépendant, a été publié par la Société le 23 juillet 2024.

La Présidente rappelle que, selon le calendrier indicatif de l'Offre, le projet de note en réponse de la Société, comprenant le rapport de l'expert indépendant et l'avis motivé du Conseil de surveillance, devra faire l'objet d'un dépôt auprès de l'Autorité des marchés financiers, dans les jours qui viennent. Il est envisagé que l'Offre soit soumise à l'examen du collège de l'Autorité des marchés financiers devant se tenir le 24 septembre 2024.

D'après ce calendrier indicatif, sous réserve de l'obtention d'une déclaration de conformité de l'Autorité des marchés financiers, l'Offre serait ensuite ouverte le 26 septembre 2024 pour une durée de dix jours de bourse, soit jusqu'au 9 octobre 2024.

En application de l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, dans la mesure où Carmila détient d'ores et déjà plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, Carmila a indiqué qu'elle avait l'intention de demander à l'Autorité des marchés financiers la mise en œuvre du retrait obligatoire à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée.

La Présidente rappelle ensuite que le cabinet Crowe HAF, agissant en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre, a rendu son rapport le 5 septembre 2024.

La Présidente rappelle que le Conseil de surveillance de la Société se tient ce jour à l'effet de délibérer et de rendre son avis motivé sur le projet d'Offre, au vu notamment du projet de note d'information de Carmila relative à l'Offre qui lui a été transmis et du rapport de l'expert indépendant.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil de surveillance de la Société ont pu prendre connaissance notamment :

- du projet de note d'information établi par Carmila, décrivant notamment les caractéristiques de l'Offre, les motifs de l'Offre, les intentions de Carmila concernant en particulier la politique industrielle, commerciale et financière et la stratégie de la Société ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre et du retrait obligatoire établis par Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. (succursale de Paris), en tant qu'établissement présentateur de l'Offre ;*
- du projet de note en réponse de la Société ; et*
- du rapport établi par le cabinet Crowe HAF, agissant en qualité d'expert indépendant.*

La Présidente rappelle les termes de l'Offre, tels que décrits dans le projet de note d'information.

Après en avoir délibéré, le Conseil décide d'adopter l'avis motivé suivant :

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

*« La Présidente de séance expose que le Conseil de surveillance est appelé à examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») suivie d'un retrait obligatoire qui sera déposé par Carmila (l'« **Initiateur** ») dans les prochains jours, en application de l'article 233-1 du règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** ») sur les 59.005 actions Galimmo SCA que Carmila ne détient pas directement et indirectement, au prix de 14,83 euros par action.*

Elle indique qu'il appartient au conseil de surveillance, en application de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil de surveillance a notamment pris connaissance :

- du projet de note d'information établi par l'Initiateur, décrivant notamment les termes et modalités de l'Offre (dont son calendrier), les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur concernant en particulier la politique industrielle, commerciale et financière et la stratégie de Galimmo SCA, les éléments d'appréciation du prix de l'Offre et du retrait obligatoire établis par Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. (succursale de Paris), établissement présentateur de l'Offre ainsi que les accords susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation ou le résultat de l'offre ;*
- du projet de note en réponse de Galimmo SCA contenant notamment toute clause d'accord conclu par les personnes concernées ou leurs actionnaires susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue et les éléments mentionnés à l'article L.225-37- 5 du code de commerce ; et*
- du rapport relatif aux conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire et au caractère équitable des conditions financières, reproduit in extenso dans le projet de note en réponse de Galimmo SCA établi par le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant nommé en application des dispositions des articles 261-1, I et 261-1-1 du Règlement Général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** »).*

Le conseil de surveillance constate que l'Offre vise la totalité des actions de Galimmo SCA existantes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit un nombre de 59.005 actions, représentant 0,18% du capital de la Société.

Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant

Le Conseil rappelle que le fondement de la désignation de l'Expert Indépendant résulte des dispositions de l'articles 261-1, I-1°, I-2°, I-4° et II du règlement général de l'AMF.

Il rappelle également qu'en application des articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF, il a choisi, dans une décision du 23 juillet 2024, de désigner le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en tant qu'Expert Indépendant, compte tenu de la réputation professionnelle de ce cabinet, des moyens humains qu'il a proposé de mettre à la disposition de la mission, du montant des honoraires proposés et de l'expérience de ce cabinet en matière d'offres publiques. Compte tenu de l'impossibilité pour le conseil

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

de surveillance de Galimmo SCA de constituer un comité ad hoc composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants, cette nomination a été au préalable soumise à l'AMF qui ne s'y est pas opposée en application de l'article 261-1-1 I de son règlement général et de l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08.

Le Conseil de surveillance prend acte que l'équipe dédiée à la mission est composée des personnes suivantes :

- Olivier Grivillers, Commissaire aux comptes et Expert de justice en finance près la Cour d'appel de Versailles, Associé responsable du département Evaluation et expertises indépendantes, il a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF ;*
- Maxime Hazim, CFA, Associé au sein du département Evaluation et expertises indépendantes, est Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®), et dispose d'environ 15 ans d'expérience en évaluation et en audit, d'abord chez EY puis chez Crowe HAF. Il assure des formations sur le thème de l'évaluation chez France Invest et anime des cours au sein du Master Evaluation et Transmission d'Entreprise à l'Université Lumière Lyon 2. Maxime Hazim est, par ailleurs, trésorier de l'APEI et membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs), et participe activement aux groupes de travail de ces associations ;*
- Benjamin Dusautoir, Manager au sein du département Evaluation et expertises indépendantes, a rejoint Crowe HAF fin 2023 après une première expérience de 4 ans au sein d'un autre cabinet spécialisé dans l'évaluation. Il est diplômé du Master de Finance de l'ESSEC, et titulaire du Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion ainsi que de deux niveaux du CFA.*
- Inès Meflah, Superviseur au sein du département Evaluation et expertises indépendantes, a rejoint Crowe HAF fin 2021 après une première expérience de 3 ans au sein d'un autre cabinet spécialisé dans l'évaluation. Elle est diplômée du Master Grande Ecole de NEOMA Business School (spécialisation Finance d'Entreprise).*
- Marc de Prémare, associé au sein du département évaluation, procédera à la revue indépendante du rapport. Associé gérant de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF, Marc de Prémare a déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.*

Principales diligences accomplies aux fins de la préparation de cet avis motivé :

Il est rappelé que :

- La direction financière de Galimmo SCA, représentée par Thomas Hainez (Directeur Administratif et Financier), s'est entretenue à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant et a transmis l'ensemble des éléments nécessaires à sa mission.*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Thomas Hainez a notamment expliqué le positionnement stratégique et la performance financière de Galimmo SCA et a donné des éléments de réponse concernant les expertises immobilières réalisées sur les actifs du patrimoine de Galimmo SCA. L'Expert Indépendant a également adressé à la direction financière de Galimmo SCA une liste de questions sur les comptes historiques de la société afin d'appréhender l'évolution de son activité et de sa rentabilité.

- L'Expert Indépendant s'est également entretenu avec la présidente du conseil de surveillance, Marie Cheval, et le membre indépendant du conseil de surveillance, Patricia Damerval. Lors de cet échange, Marie Cheval et Patricia Damerval ont exposé leur vision sur l'Offre et sur la gestion de Galimmo SCA. Les méthodes d'évaluation ont également été discutées lors de cet échange.*
- Plusieurs échanges informels ont été organisés entre l'Expert Indépendant et la direction financière de Galimmo SCA, l'Etablissement Présentateur et le conseil juridique de Galimmo SCA.*
- Le projet de rapport de l'Expert Indépendant a été adressé à l'ensemble des membres du Conseil de surveillance en amont du Conseil de surveillance devant statuer sur l'Offre, le 5 septembre 2024.*

Conclusions du Rapport de l'Expert Indépendant :

Le cabinet Crowe HAF a remis son rapport le 5 septembre 2024 :

« Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 14,83€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie d'un Retrait Obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Galimmo SCA. »

Principales observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions prévues par la réglementation boursière :

Néant.

Conclusions du Conseil de surveillance :

Au vu du projet de note d'information de Carmila et du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil de surveillance a notamment constaté que :

- l'Initiateur détient à ce jour 32.387.721 actions de la Société, auxquelles sont attachées autant de droits de vote, représentant 99,82 % du capital social et des droits de vote réels de la Société ;*
- le prix de l'Offre est de 14,83 euros par action et la durée de l'Offre est fixée à 10 jours de négociation ;*
- dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société, le projet d'Offre sera immédiatement suivi d'un retrait obligatoire visant la totalité des actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur, selon*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

la procédure prévue aux articles L.433-4 II du Code monétaire et financier, et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF ;

- dans le cadre du retrait obligatoire, seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix d'Offre par action (soit 14,83 euros par action), nette de tout frais, les actions non apportées à l'Offre ;*
- aucune question ni remarque n'a été reçue par la Société, par l'Expert Indépendant, ou, à la connaissance de la Société, par l'AMF, de la part des actionnaires minoritaires de la Société concernant le projet d'Offre depuis le dépôt du projet de note d'information de l'Initiateur ;*
- ni l'Initiateur ni la Société n'a connaissance d'un accord et n'est partie à un accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue ;*
- l'Initiateur a fait part des intentions suivantes concernant l'intérêt de l'Offre pour la Société et les salariés pour les 12 prochains mois :*
 - l'Initiateur a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par Galimmo SCA afin de poursuivre son développement ;*
 - l'Offre s'inscrit dans une stratégie de poursuite et de développement des activités de Galimmo SCA au sein du groupe Carmila et ne devrait pas avoir d'impact négatif en matière d'emploi ;*
 - l'Initiateur a indiqué que la mise en œuvre de l'Offre n'aurait pas d'impact sur la politique de Galimmo SCA en matière de distribution de dividendes ;*
 - l'Initiateur estime des synergies récurrentes à environ 5 millions d'euros (en rythme annuel), composées notamment d'économies en matière de frais de structure ;*
 - l'Initiateur se réserve la faculté de demander la désignation d'un membre supplémentaire au conseil de surveillance et de changer la forme sociale de la Société ;*
 - l'Initiateur n'envisage pas, à la date du projet de note d'information, de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société ; et*
 - l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire et de demander la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.*
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société, dans un contexte d'absence de liquidité de l'action de Galimmo SCA, l'Initiateur offre aux actionnaires de Galimmo SCA une liquidité immédiate pour la totalité de leurs actions au prix de 14,83 euros par action faisant apparaître une prime de :*
 - 5,9 % sur le cours de bourse de Galimmo SCA à la clôture du 28 juin 2024 ; et de*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- *5,7 %, 1,1 % et (0,1) % sur la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes de Galimmo SCA respectivement des 30, 90 et 270 derniers jours de cotation précédent l'annonce de l'Offre.*

Le Conseil de surveillance a également pris acte que, dans son rapport relatif aux conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire, l'Expert Indépendant a conclu que le prix de 14,83 euros par action que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Galimmo SCA y compris dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire qui sera mise en œuvre à l'issue de l'Offre.

Avis motivé du Conseil de surveillance :

À la lumière des éléments qui précèdent, le Conseil de surveillance, après en avoir délibéré, et sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée :

- *prend acte de ce que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritère en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre et du retrait obligatoire d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires ;*
- *prend acte de ce que, l'Initiateur détenant plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société, le projet d'Offre sera suivi d'un retrait obligatoire visant la totalité des actions de la Société non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur ;*
- *prend acte que, selon l'Initiateur, l'Offre s'inscrit dans une stratégie de poursuite et de développement des activités de Galimmo SCA au sein du groupe Carmila et ne devrait pas avoir d'impact négatif en matière d'emploi ;*
- *considère que l'Initiateur détenant déjà le contrôle de la Société, il en fixe d'ores et déjà la stratégie ;*
- *considère en conséquence que le projet d'Offre, tel que décrit dans le projet de note d'information, est conforme aux intérêts de la Société et de ses salariés ;*
- *au regard de ce qui précède, décide d'émettre un avis favorable sur l'Offre, suivie d'un retrait obligatoire, qu'il considère conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires ;*
- *recommande aux actionnaires de Galimmo SCA d'apporter leurs actions à l'Offre compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que l'Offre leur apporte, et d'un prix équitable, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ; étant rappelé qu'en tout état de cause les actions non présentées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du retrait obligatoire à l'issue de l'Offre et moyennant une indemnisation identique au prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 14,83 euros par action Galimmo SCA, nette de tout frais ;*
- *approuve le projet de note en réponse ;*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- *approuve le projet de communiqué de presse relatif au dépôt du projet de note en réponse qui lui a été préalablement transmis et qui sera publié en application de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF ;*
- *donne tous pouvoirs à Galimmo Services France en sa qualité de gérant de la Société à l'effet de (i) finaliser la documentation d'Offre et notamment le projet de note en réponse de la Société, (ii) signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre, notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société, (iii) signer l'attestation relative à la note en réponse et celle relative au document « autres informations » relatives à Galimmo SCA et (iv) plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre et du retrait obligatoire, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre et du retrait obligatoire, en ce compris tout communiqué de presse ; et*
- *en tant que de besoin, autorise Galimmo Services France en sa qualité de gérant de la Société à effectuer toutes formalités requises dans le cadre de l'Offre et du retrait obligatoire. » »*

3 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE GALIMMO SCA

À l'exception de Patricia Damerval qui détient une action, les membres du conseil de surveillance de la Société ne détiennent pas d'actions Galimmo SCA.

Conformément à l'article 123-19 6° du RG AMF, Patricia Damerval a indiqué son intention d'apporter son action à l'Offre.

4 INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société n'a pas d'actions auto-détenues.

5 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le cabinet Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, a été désigné par le conseil de surveillance de la Société en qualité d'Expert Indépendant, en application des dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 5 septembre 2024, est intégralement reproduit en Annexe 1 du Projet de Note en Réponse.

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

Sous réserve des accords mentionnés en Section 1.2.1 du Projet de Note d'Information, l'Initiateur a déclaré n'avoir pas connaissance d'un quelconque accord et n'être pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7 ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

7.1 Structure du capital de Galimmo SCA

Préalablement aux Acquisitions de Blocs, l'Initiateur ne détenait aucune action de la Société, directement ou indirectement, seul ou de concert.

À la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 25.957.380,80 euros divisés en 32.446.726 actions ordinaires de 0,80 euros de valeur nominale chacune.

Le tableau ci-après présente, sur la base de l'information publique disponible, la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% des droits de vote
Carmila	32.310.986	99,58 %	32.310.986	99,58 %
Galimmo Services France ⁴	76.735	0,24 %	76.735	0,24 %
Total Carmila directement et indirectement	32.387.721	99,82 %	32.387.721	99,82 %
Public	59.005	0,18 %	59.005	0,18 %
Auto-détention	-	0,00 %	-	0,00 %
Total	32.446.726	100 %	32.446.726	100 %

**Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote*

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions ordinaires existantes de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

⁴ Filiale de Carmila détenue à 100 %.

7.2 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce

À la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 du Projet de Note en Réponse.

Il est rappelé que conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, Carmila a déclaré auprès de l'AMF, le 26 juin 2024, complété par un courrier du 1^{er} juillet 2024, avoir franchi à la hausse, du fait de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'ensemble des seuils légaux compris entre 5 % et 90 % (cf. avis AMF 224C1089 du 3 juillet 2024).

Par ailleurs, conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, Carmila a déclaré auprès de l'AMF, le 25 juillet 2024, avoir franchi à la hausse du fait de l'Acquisition du Bloc Minoritaire le seuil légal compris entre 90 % et 95 % (cf. avis AMF 224C1320 du 25 juillet 2024).

Carmila a par ailleurs déclaré à la Société les franchissements de seuils statutaires correspondants.

7.3 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce

Obligation de déclaration en matière de franchissement de seuils

En application de l'article 10.1 des statuts de la Société, toute personne qui vient à détenir, directement ou indirectement, au sens des dispositions de l'article L.233-7 du code de commerce, au moins 0,5% des droits de vote de la Société est tenue, dans les quatre jours de négociation de l'inscription en compte des actions lui permettant d'atteindre ou de franchir ce seuil, de déclarer à la Société, par lettre recommandée avec accusé de réception envoyée au siège social, le nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle possède. Cette déclaration doit être renouvelée dans les conditions ci-dessus prévues chaque fois qu'un nouveau seuil de 0,5% sera franchi.

En cas d'inobservation des dispositions ci-dessus, le ou les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification, à la demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble au moins 5% du capital social. Dans les mêmes conditions, les droits de vote attachés à ces actions et qui n'auraient pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés ou délégués par l'actionnaire défaillant.

Transfert d'actions

Il n'existe aucune restriction statutaire aux transferts d'actions de la Société.

Droit de vote double

Les actions de la Société ne bénéficient d'aucun droit de vote double.

7.4 Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société

À la date du Projet de Note en Réponse, et à la connaissance de la Société, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

7.5 Liste des détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant.

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

Néant.

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

La Société n'a connaissance à la date du Projet de Note en Réponse d'aucun accord en vigueur à la date du Projet de Note en Réponse pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions Galimmo SCA et à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement de la gérance et des membres du conseil de surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de Galimmo SCA

7.8.1 Nomination et remplacement de la gérance

Conformément aux dispositions de l'article 11 des statuts, la Société est gérée et administrée par un ou plusieurs gérants, personne physique ou morale, ayant ou non la qualité de commandité. Le gérant est nommé à l'unanimité des commandités, après consultation pour avis du conseil de surveillance, pour une durée maximum de dix (10) ans expirant à l'issue de la réunion du conseil de surveillance chargée d'entendre le rapport de la gérance sur les activités de la Société tenue dans l'année au cours de laquelle expirera son mandat.

Le gérant de la Société est Galimmo Services France, société par actions simplifiée, au capital de 100.000 euros, dont le siège social est situé 37 rue de la Victoire, 75009 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro RCS 818 092 058 et détenue à 100 % par Carmila.

7.8.2 Nomination et remplacement du conseil de surveillance

Conformément aux dispositions de l'article 13 des statuts, la Société est pourvue d'un conseil de surveillance composé de trois (3) membres au moins et de douze (12) membres au plus choisis exclusivement parmi les actionnaires n'ayant ni la qualité de commandité ni celle de gérant. Les membres du conseil de surveillance sont nommés ou révoqués par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires, les actionnaires ayant la qualité de commandités ne pouvant participer au vote des résolutions correspondantes.

La durée de leurs fonctions est de six années au plus. Elle prend fin à l'issue de l'assemblée qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat. Les membres du conseil de surveillance sont rééligibles.

Le nombre des membres du conseil de surveillance ayant dépassé l'âge de 75 ans ne pourra être supérieur au tiers des membres en fonction. Si cette proportion vient à être dépassée, le membre le plus âgé sera réputé démissionnaire d'office.

En cas de vacance par suite de décès, de démission ou de toute autre cause, le conseil peut, avec l'accord préalable de la gérance, coopter à titre provisoire un ou plusieurs membres en remplacement. Il est tenu de le faire dans les quinze (15) jours qui suivent la vacance si le nombre de ses membres devient inférieur à trois. Ces nominations sont ratifiées par la plus prochaine assemblée générale des actionnaires.

Le membre remplaçant ne demeure en fonction que pour la durée restant à courir jusqu'à l'expiration des fonctions de son prédécesseur.

Si cette ou ces nominations provisoires ne sont pas ratifiées par l'assemblée générale, les délibérations du conseil de surveillance n'en demeurent pas moins valables.

7.8.3 Modification des statuts de Galimmo SCA

L'assemblée générale extraordinaire « délibère valablement sur toutes modifications des Statuts dont l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire est requise par la loi en vigueur ».

Une délibération ne peut être adoptée, lors d'une assemblée générale extraordinaire, qu'avec l'accord unanime et préalable du ou des commandités. Toutefois, en cas de pluralité de commandités, les délibérations requises pour décider la transformation de la Société en société d'une autre forme ne nécessiteront l'accord préalable que de la majorité de ceux-ci.

7.9 Pouvoirs du conseil de surveillance, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Le conseil de surveillance assume le contrôle permanent de la gestion de la Société tel qu'il est prévu par la loi.

Le conseil de surveillance est consulté pour avis par le gérant préalablement à la mise en œuvre des opérations suivantes :

- souscription de dette financière (emprunts bancaires, émission obligataire, etc.) ;
- achat d'immeubles, de fonds de commerce ou de titres de participation ;
- désinvestissement ; ou
- octroi de toute garantie, lettre de confort ou sûreté,

dès lors que leur montant dépasse dix millions d'euros (10.000.000 €).

En outre, l'autorisation préalable du conseil de surveillance sera requise pour la mise en œuvre par le gérant :

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

- de toute opération d'acquisition, d'investissement ou de désinvestissement, dès lors que le montant unitaire d'une des opérations susvisées dépassera quinze millions d'euros (15.000.000 €), et
- de toute délégation financière consentie par l'assemblée générale des actionnaires de la Société.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts, à la date du Projet de Note en Réponse, la gérance bénéficie des autorisations et délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres listées ci-dessous :

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation
Autorisation à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions autodétenues de la Société	30/04/2024 (12 ^{ème} résolution)	10% du capital social	18 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	30/04/2024 (13 ^{ème} résolution)	5 000 000 € en nominal pour les actions ordinaires et les valeurs mobilières donnant accès au capital ⁵ . 100 000 000 € en nominal pour les valeurs mobilières représentatives de créances donnant accès au capital ⁶	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital par voie d'offre au public autre que celles visées à l'article L.411-2 du Code monétaire et financier	30/04/2024 (14 ^{ème} résolution)	2 500 000 € en nominal pour les actions ordinaires et les valeurs mobilières donnant accès au capital. 50 000 000 € en nominal pour les valeurs mobilières représentatives de créances donnant accès au capital	26 mois	Aucune

⁵ Plafond global commun aux délégations conférées en vertu des 13^{ème}, 14^{ème}, 15^{ème}, 17^{ème} et 19^{ème} résolutions.

⁶ Plafond global commun aux délégations conférées en vertu des 13^{ème}, 14^{ème} et 15^{ème} résolutions.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital avec suppression du droit préférentiel de souscription par voie d'offre au public visée à l'article L.411-2, 1° du Code monétaire et financier	30/04/2024 (15 ^{ème} résolution)	20% du capital de la Société sur 12 mois pour les actions ordinaires et les valeurs mobilières donnant accès au capital. 50 000 000 € en nominal pour les valeurs mobilières représentatives de créances donnant accès au capital	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le montant des émissions en application des 13 ^{ème} , 14 ^{ème} et 15 ^{ème} résolutions en cas de demandes excédentaires	30/04/2024 (16 ^{ème} résolution)	Dans la limite légale (i.e. 15% du montant de l'augmentation de capital initiale), étant précisé que ces augmentations de capital ou émissions de titres financiers s'imputeront sur les plafonds globaux prévus dans la 13 ^{ème} résolution)	26 mois	Aucune
Délégation de pouvoirs à l'effet d'augmenter le capital en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société	30/04/2024 (17 ^{ème} résolution)	10 % du capital de la Société	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices ou primes ou assimilés	30/04/2024 (18 ^{ème} résolution)	1 000 000 € en nominal	26 mois	Aucune

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation
Délégation de compétence à l'effet de décider l'émission des titres de capital et/ou des titres financiers donnant accès au capital en vue de rémunérer des apports de titres en cas d'offre publique initiée par la Société	30/04/2024 (19 ^{ème} résolution)	2 500 000 € en nominal	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet de décider une ou plusieurs augmentations du capital réservée(s) aux salariés de la Société adhérents d'un PEE	30/04/2024 (20 ^{ème} résolution)	100 000 € en nominal	26 mois	Aucune
Autorisation d'attribuer gratuitement des actions	12/05/2022 (13 ^{ème} résolution)	1% du capital au jour de la décision de la Gérance. Plafond : 30 000 000 € 0,10% du capital social	38 mois	Aucune
Autorisation d'utiliser les autorisations et/ ou les délégations en période d'offre publique dans le cadre de l'exception de réciprocité	30/04/2024 (21 ^{ème} résolution)	N/A	18 mois	Aucune
Autorisation de racheter des actions propres	30/04/2024 (11 ^{ème} résolution)	Prix maximum d'achat par action : 25 € 10% du capital de la Société. Plafond : 30 000 000 €	18 mois	Aucune hors contrat de liquidité

7.10 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de Galimmo SCA

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, cette dernière n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

Il n'existe aucun accord ou engagement significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil de surveillance ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

À la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du conseil de surveillance ou salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

8 MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNÉES À L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF feront l'objet d'un dépôt auprès de l'AMF et seront mises à disposition du public au plus tard la veille du jour d'ouverture de l'Offre.

Elles seront disponibles sur le site Internet de la Société (www.galimmo-sca.com/) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org). Elles seront également tenues à la disposition du public sans frais au siège social de Galimmo SCA (37 rue de la Victoire, 75009 Paris) et pourront être obtenues sans frais par toute personne qui en fera la demande. Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

9 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

« À ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Paris, le [●]

Galimmo SCA

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant

Galimmo SCA

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société Galimmo SCA initiée par la société Carmila SA

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte	2
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération.....	2
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice	2
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre	2
1.2 - Présentation du Groupe et de son marché	3
1.2.1 - Activité du Groupe	3
1.2.2 - Historique du Groupe.....	4
1.2.3 - Actionnariat du Groupe	5
1.2.4 - Patrimoine immobilier du Groupe	6
1.2.4.1 - Présentation du portefeuille immobilier du Groupe	6
1.2.4.2 - Présentation du portefeuille de clients du Groupe	7
1.2.4.3 - Evaluation du patrimoine immobilier du Groupe.....	8
1.2.5 - Le marché des foncières de commerces en France	11
1.2.5.1 - Présentation des typologies d'acteurs	11
1.2.5.2 - Les particularités du statut SIIC pour les sociétés foncières.....	11
1.2.5.3 - Les évolutions récentes du marché de l'immobilier de commerce en France ..	11
1.2.5.4 - Présentation du marché des foncières de centres commerciaux.....	12
1.2.5.5 - Les acteurs du marché des foncières de centres commerciaux en France	13
1.2.5.6 - La dynamique du marché des foncières de centres commerciaux en France ..	13
1.2.6 - Comptes consolidés du Groupe	14
1.2.6.1 - Performance financière historique	14
1.2.6.2 - Equilibre bilanciel et trésorerie.....	19
1.2.7 - Principaux indicateurs EPRA du Groupe	21
1.2.7.1 - ANR EPRA du Groupe	21
1.2.7.2 - Résultat EPRA du Groupe.....	24
1.2.7.3 - Taux d'occupation EPRA du Groupe.....	25
1.2.7.4 - Taux de rendement EPRA du Groupe.....	25
1.2.7.5 - Ratio Loan-to-Value EPRA du Groupe.....	26
1.3 - Contexte et opération envisagée	27
1.3.1 - Contexte et motifs de l'offre	27
1.3.2 - Termes de l'Offre	28
2 - Présentation de l'expert indépendant	29
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	29
2.1.1 - Présentation générale.....	29
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	29
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.....	30
2.3 - Déclaration d'indépendance	31
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	31

2.5 - Rémunération.....	31
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	31
2.6.1 - Programme de travail.....	32
2.6.2 - Calendrier de l'étude.....	33
2.6.3 - Liste des personnes rencontrées.....	34
2.6.4 - Informations utilisées	34
2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante.....	35
3 - Eléments d'appréciation du Prix d'Offre	36
3.1 - Structure du capital et nombre d'actions	36
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées	36
3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)	36
3.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés	36
3.2.3 - Méthode des transactions comparables	37
3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs	37
3.2.5 - Référence aux objectifs de cours des analystes	37
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues	38
3.3.1 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR) (à titre principal).....	38
3.3.1.1 - ANR EPRA NDV au 30 juin 2024	38
3.3.1.2 - ANR EPRA NDV ajusté au 30 juin 2024	39
3.3.2 - Méthode des comparables boursiers (retenue à titre principal)	40
3.3.2.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues	40
3.3.2.2 - Analyse des comparables boursiers.....	41
3.3.2.3 - Multiples obtenus et choix des multiples	44
3.3.2.4 - Application de la méthode	44
3.3.2.5 - Résultats	45
3.3.3 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe	45
3.3.3.1 - Référence au prix par action ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle ...	45
3.3.3.2 - Référence au prix par action ajusté ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle	46
3.3.3.3 - Référence au prix par action ressortant de l'exercice de la Promesse d'Achat	46
3.3.4 - Référence au cours de bourse (retenue à titre indicatif)	47
3.3.4.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse	48
3.3.4.2 - Analyse du cours de bourse au 12 juillet 2023.....	49
3.3.4.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	51
4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur	53
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :	53
4.2 - Méthodes d'évaluations retenues :	53
4.2.1 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe	53
4.2.2 - Référence au cours de bourse	54
4.2.3 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	54

4.2.4 - Méthode des comparables boursiers.....	54
4.2.4.1 - Choix de l'échantillon.....	54
4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie.....	55
4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers.....	55
4.2.5 - Méthode des transactions comparables.....	55
5 - Analyse des éléments connexes à l'Offre.....	56
5.1 - Contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle.....	56
5.1.1 - Mécanisme de <i>locked-box</i> et <i>leakages</i>	57
5.1.2 - Apurement des actifs et passifs non opérationnels existant entre le Groupe et les filiales du groupe Louis Delhaize.....	58
5.1.3 - Remboursement anticipé de l'emprunt hypothécaire.....	59
5.1.4 - Réorganisation pré- <i>closing</i>	60
5.1.5 - Convention de service.....	62
5.1.6 - Potentiels ajustements haussiers en cas de cession par l'Initiateur d'actions au capital du Groupe à un tiers.....	63
5.1.7 - Synthèse.....	63
5.2 - Promesse d'Achat.....	64
5.3 - Potentielles synergies résultant du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur.....	65
6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires.....	67
6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations.....	67
6.2 - Analyse et appréciation des observations.....	67
7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert.....	68

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil de Surveillance de la société Galimmo SCA le 23 juillet 2024 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire (OPAS-RO). Le Conseil de Surveillance de la société Galimmo SCA ne disposant pas d'un nombre suffisant d'administrateurs indépendants, cette dernière a soumis à l'AMF l'identité de l'expert indépendant qu'elle envisageait de désigner sans que l'AMF ne s'oppose à cette désignation.

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE GALIMMO SCA

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après « l'Offre » ou « l'OPAS-RO ») visant les actions de la société Galimmo SCA (ci-après avec ses filiales « Galimmo », ou le « Groupe ») initiée par la société Carmila SA (ci-après « Carmila » ou l'« Initiateur »), nous avons été nommés le 23 juillet 2024 par le Conseil de Surveillance du Groupe comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions posées à l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Notre désignation a été effectuée, ainsi qu'indiqué dans la note d'information relative à l'Offre, en application d'une part de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil de Surveillance de la Société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, la Société étant déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de Commerce avant le lancement de l'opération par l'initiateur de l'Offre ; et l'initiateur ayant conclu des accords connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur le Prix d'Offre, et d'autre part de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Cette nomination a été faite sous la condition de la non-opposition de l'Autorité des Marchés Financiers, conformément aux dispositions de l'article 261-1-1, I du Règlement général de l'AMF, l'AMF ayant signifié au Groupe ne pas s'opposer à cette désignation.

Le prix proposé aux actionnaires de la société Galimmo SCA dans le cadre de l'Offre s'établit à 14,83€ par action (ci-après le « Prix d'Offre »).

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par Galimmo, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du Prix d'Offre
4. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur
5. Analyse des éléments connexes à l'Offre
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

La société Carmila est une Société Anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé 25 rue d'Astorg, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 381 844 471, et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris, compartiment A, sous le code ISIN FR0010828137.

Fondée en 2014 à la suite du rachat par le groupe Carrefour des centres commerciaux appartenant au groupe Klépierre et par l'apport de certains centres commerciaux de Carrefour Property, Carmila est spécialisée dans la détention et la gestion de centres commerciaux attenants aux magasins Carrefour en France, en Espagne et en Italie.

Au 31 décembre 2023, Carmila constitue la 3^{ème} foncière cotée en immobilier commercial en Europe par la valeur de son patrimoine, valorisé à 5,9mds€ et composé de 201 centres commerciaux leaders sur leurs zones de chalandise, pour un montant de loyers nets de 342,4m€.

Au 30 juin 2024, l'actionnaire de référence de l'Initiateur est la société Carrefour, qui détient 36,4% de son capital. Le solde du capital est essentiellement détenu par des investisseurs à long terme émanant d'importantes compagnies d'assurance ou d'acteurs financiers de premier rang, au rang desquels :

- la société Prédica, qui détient 9,9% du capital de l'Initiateur ;
- la société Cardif Assurance Vie, qui détient 9,1% du capital de l'Initiateur ;
- la société Sogécap, qui détient 6,1% du capital de l'Initiateur.

A la suite des opérations réalisées sur le capital du Groupe en date du 1^{er} juillet 2024 et du 25 juillet 2024, Carmila détient à la date du dépôt de l'Offre 32.387.721 actions et autant de droits de vote de la société Galimmo SCA, objet de l'offre et présentée ci-dessous ainsi qu'en section 1.2 de notre rapport, représentant 99,82% de son capital et de ses droits de vote, via l'acquisition de plusieurs blocs d'actions ainsi que l'acquisition de 100% des titres de l'associé commandité.

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

La société Galimmo est une Société en Commandite par Actions à Conseil de Surveillance dont le siège social est situé 37 rue de la Victoire, 75009 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 784 364 150, et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris, compartiment B, sous le code ISIN FR0000030611.

Préalablement à l'opération réalisée sur le capital du Groupe en date du 1^{er} juillet 2024, la société Galimmo SCA était détenue à hauteur de 92,84% par le groupe Louis Delhaize (ci-après le « Bloc de Contrôle ») via les sociétés Delparef (73,43%), Galimmo Real Estate (19,17%) et Galimmo Services France (unique associé commandité, 0,24%), à hauteur de 6,98% par la société Primonial Capimmo, et à hauteur de 0,18% par d'autres actionnaires individuels (flottant).

1.2 - Présentation du Groupe et de son marché

1.2.1 - Activité du Groupe

Le Groupe a été créé en 2016, à la suite de l'acquisition du contrôle de la Compagnie Marocaine par la société Galimmo Real Estate, filiale du groupe Louis Delhaize, et de la réalisation d'opérations d'apports et de l'acquisition d'un groupe de sociétés impulsée par les besoins de réorganisation des actifs immobiliers du groupe Louis Delhaize, visant à séparer les activités de gestion immobilière de centres commerciaux des activités d'exploitation des enseignes du groupe Cora en France.

Ainsi, le Groupe est un acteur d'envergure nationale du secteur des foncières de commerce, spécialisé dans la gestion, la valorisation et la rénovation de centres commerciaux et de commerces de proximité appartenant à des enseignes de distribution du groupe Cora.

Au 30 juin 2024, la valeur du patrimoine immobilier au bilan consolidé du Groupe s'élève à 676,1m€, et est composé de 51 sites principalement localisés dans les régions Hauts-de-France et Grand-Est, regroupant 1.084 locaux commerciaux sur une surface totale de 149.716 m² répartis entre deux typologies d'actifs :

- 13 sites dits « Shopping convivial », correspondant à des galeries commerciales de taille intermédiaire dont l'offre commerciale est tournée vers la mise en place d'une expérience *shopping* complète et diversifiée ;
- 38 sites dits « Proximité renouvelée », correspondant à des galeries de taille plus réduite dont l'offre commerciale est tournée vers la fourniture de services essentiels.

Le Groupe décline ses activités auprès de 3 grandes typologies de clients :

- les enseignes nationales et internationales, au nombre de 169, représentent 623 baux commerciaux et 77% des loyers annualisés bruts ;
- les enseignes locales, au nombre de 193, représentent 274 baux commerciaux et 22% des loyers annualisés bruts ;
- les boutiques Cora (hors hypermarchés dont les murs sont détenus directement par l'enseigne agroalimentaire), au nombre de 8, représentent 22 baux commerciaux et 1% des loyers annualisés bruts.

Le portefeuille de baux contractualisés avec ces clients, d'une durée résiduelle de 5,1 ans au 30 juin 2024, inclut majoritairement des clauses de loyer garanti et de loyer variable complémentaire (79% des loyers annualisés bruts), pour environ un cinquième de l'activité des clauses de loyer garanti (19% des loyers annualisés bruts), et très minoritairement des clauses de loyer variable seul (2% des loyers annualisés bruts).

Dans le cadre de la réalisation de ses activités, le Groupe adopte une approche prudente de valorisation de son patrimoine immobilier, privilégiant les opérations d'extension et de rénovation de ses galeries commerciales aux opérations de croissance externe pour augmenter son potentiel de surfaces locatives et sa génération de revenus locatifs.

Lors de l'exercice 2023, le Groupe a généré 42,0m€ de revenus locatifs nets pour un résultat opérationnel de 11,3m€, et un effectif salarié composé de 54 personnes.

1.2.2 - Historique du Groupe

Les étapes marquantes du développement du Groupe sont les suivantes :

- **1902-1903** : la société des Etablissements Gautsch, SA de droit français établie au Maroc, est constituée pour développer des activités commerciales, industrielles et agricoles sur le territoire, et de dénomination sociale pour s'appeler la Compagnie Marocaine ;
- **à partir de 1912** : la Compagnie Marocaine diversifie ses activités dans de nombreux domaines, tels que l'acquisition de propriétés rurales et la mise en place d'exploitations agricoles et viticoles, l'importation de matériaux de construction et la commercialisation de machines agricoles ;
- **1920** : les actions de la Compagnie Marocaine sont admises à la Cote officielle de la Bourse de Paris ;
- **1965** : les propriétés agricoles de la Compagnie Marocaine sont nationalisées par l'état marocain ;
- **à partir de 1974** : la Compagnie Marocaine devient progressivement une société holding gestionnaire d'un portefeuille composé de participations et de valeurs mobilières ;
- **2007-2009** : le portefeuille de la Compagnie Marocaine est composé d'un appartement de 95 m² à Casablanca abritant le siège de la succursale et de valeurs mobilières (SICAV monétaires). En raison des risques liés à la survenance de la crise de 2008 qui limite les opportunités d'investissements, et face à l'importance de la trésorerie disponible, l'assemblée générale de la Compagnie Marocaine décide de procéder à deux distributions de dividendes exceptionnels ayant pour effet de réduire de près de 90% ses capitaux propres ;
- **2015** : la société Galimmo Real Estate acquiert le contrôle de la Compagnie Marocaine, et déclare avoir l'intention de réorienter son activité vers la détention d'actifs immobiliers, principalement à usage tertiaire et de commerce, et la réalisation d'opérations de développement immobilier ;
- **2016** : la Compagnie Marocaine est transformée en société en commandite par actions, réoriente son activité, procède à des augmentations de capital par apports (i) d'actifs et de passifs correspondant à un périmètre de 45 galeries commerciales en France et (ii) de l'intégralité des actions de la société Fongaly, qui détient 6 galeries commerciales en France, change de dénomination sociale pour s'appeler Galimmo, acquiert 99,99% du capital de la société Foncibel, holding financière de détention d'une participation minoritaire de 15% au capital de la société Galimmo Châtelineau, qui détient 7 centres commerciaux du groupe Galimmo Real Estate situés en Belgique. En novembre 2016, la société Primonial Capimmo entre au capital de Galimmo SCA par le biais d'une augmentation de capital réservée, pour un montant de 30,1m€.

A la suite de la réalisation des différentes opérations d'apports, le Groupe détient alors un portefeuille d'actifs de 546,5m€, composé de 51 centres commerciaux attenants à des hypermarchés Cora en France, et une participation minoritaire de 15% au capital d'une société qui détient 7 centres commerciaux situés en Belgique.

A fin décembre 2016, les principaux actionnaires de la société Galimmo SCA sont la société Delparef, qui détient 72,02% du capital, la société Galimmo Real Estate, qui détient 19,56% du capital, et la société Primonial Capimmo, qui détient 8,15% du capital. La société Galimmo Services France, qui détient une participation minoritaire de 0,23% du capital, agit en tant qu'unique associé commandité et gérant.

- **2019** : la société Galimmo SCA acquiert auprès de la société Klépierre un centre commercial situé à Creil Saint-Maximin dans l'Oise, comprenant une quarantaine d'enseignes sur une surface de 4.069 m², pour un montant de 39,5m€ droit inclus ;
- **2023** : le groupe Louis Delhaize et ses filiales concluent un accord avec l'Initiateur portant sur l'acquisition du Bloc de Contrôle ;
- **2024** : l'Initiateur fait l'acquisition du Bloc de Contrôle auprès du groupe Louis Delhaize et ses filiales, et de la participation au capital de la société Galimmo SCA détenue par la société Primonial Capimmo à la suite de l'acceptation par ce dernier de la promesse unilatérale d'achat (ci-après la « Promesse d'Achat ») qui lui avait été consentie.

Sur la période allant de 2017 à aujourd'hui, le Groupe a également procédé à différentes opérations d'extension et de rénovation de ses galeries commerciales : Essey-Lès-Nancy, Evian, Colmar, Creil, Rennes...

Par ailleurs, le Groupe a obtenu au cours de ces dernières plusieurs récompenses liées notamment à la qualité de son *reporting* financier et extra-financier (EPRA *BPR Gold Award* pour la qualité du *reporting* financier en 2021, 2022 et 2023, Prix de la meilleure Déclaration extra-financière de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes en 2022, et EPRA *BPR Gold Award* pour la qualité de la communication extra-financière en 2022 et 2023).

1.2.3 - Actionnariat du Groupe

Nous rappelons qu'à la date du dépôt de notre rapport, l'Initiateur détient 32.387.721 actions représentant 99,82% du capital et des droits du Groupe, pour faire suite aux opérations d'acquisition du Bloc de Contrôle, qui représente 30.124.007 actions et 92,84% du capital et des droits du Groupe, et de la participation détenue par la société Primonial Capimmo, qui représente 2.263.714 actions et 6,98% du capital et des droits du Groupe

Au 30 juin 2024, soit préalablement aux deux opérations d'acquisitions de titres par l'Initiateur, l'actionnariat du Groupe se présentait comme suit :

Galimmo - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	AO	% du capital social	Droits de vote	% des droits de vote
Delparef	23 827 049	73,4%	23 827 049	73,4%
Galimmo Real Estate	6 220 223	19,2%	6 220 223	19,2%
Galimmo Services France	76 735	0,2%	76 735	0,2%
Total Concert Galimmo Real Estate - Delparef	30 124 007	92,8%	30 124 007	92,8%
Primonial Capimmo	2 263 714	7,0%	2 263 714	7,0%
Autres	59 005	0,2%	59 005	0,2%
Total des actions	32 446 726	100,0%	32 446 726	100,0%

Source: Comptes semestriels du Groupe au 30/06/2024

A la date du dépôt de la note d'information, l'actionnariat du Groupe se présente comme suit :

Galimmo - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	AO	% du capital social	Droits de vote	% des droits de vote
Carmilla	32 310 986	99,6%	32 310 986	99,6%
Galimmo Services France	76 735	0,2%	76 735	0,2%
Total Carmilla, directement et indirectement	32 387 721	99,8%	32 387 721	99,8%
Autres	59 005	0,2%	59 005	0,2%
Total des actions	32 446 726	100,0%	32 446 726	100,0%

Source: Note d'information

1.2.4 - Patrimoine immobilier du Groupe

1.2.4.1 - Présentation du portefeuille immobilier du Groupe

Le portefeuille immobilier du Groupe est composé de 51 sites en France, principalement localisés dans les régions Hauts-de-France et Grand-Est, regroupant 1.084 locaux commerciaux sur une surface totale de 149.716 m² répartis sur deux typologies d'actifs : 13 sites *Shopping* qui représentent une surface totale de 149.716 m² et 80% de la valeur du portefeuille immobilier, et 38 sites *Proximité* qui représentent une surface totale de 149.716 m² et 20% de la valeur du portefeuille immobilier.

Au 30 juin 2024, la décomposition de l'ensemble des sites *Shopping* composant le portefeuille immobilier du Groupe est présentée dans le tableau ci-dessous :

Portefeuille immobilier - Sites Shopping				
Ville	Région	Nombre de lots	Surface totale (en m ²)	Surface galerie (en m ²)
Cambrai	Hauts-de-France	32	13 998	3 711
Clermont-Ferrand Lempdes	Auvergne Rhône-Alpes	36	17 932	4 122
Colmar Houssen	Grand-Est	66	26 980	12 903
Creil	Hauts-de-France	38	19 708	4 723
Dreux	Centre-Val de Loire	21	13 319	3 763
Ermont	Île-de-France	31	21 553	7 391
Evian Publier	Auvergne Rhône-Alpes	29	17 659	6 609
Nancy Houdemont	Grand-Est	66	27 048	10 135
Rennes Pacé	Bretagne	60	18 007	9 201
Strasbourg	Grand-Est	49	25 120	8 266
Val d'Yerres	Île-de-France	43	21 900	11 561
Villers Semeuse	Grand-Est	22	19 049	4 762
Wittenheim	Grand-Est	45	23 011	6 183
Total		538	265 284	93 330

A la même date, la décomposition de l'ensemble des sites *Proximité* composant le portefeuille immobilier du Groupe est présentée dans le tableau en page suivante.

Portefeuille immobilier - Sites Proximité				
Ville	Région	Nombre de lots	Surface totale (en m²)	Surface galerie (en m²)
Auxerre	Bourgogne Franche Comté	10	9 558	984
Belfort	Bourgogne Franche Comté	6	11 154	395
Blois	Centre-Val de Loire	23	14 287	3 340
Caen Rots	Normandie	16	13 035	1 452
Courrières	Hauts-de-France	11	10 964	2 036
Dijon	Bourgogne Franche Comté	11	12 001	732
Dole	Bourgogne Franche Comté	21	9 815	2 915
Dorlisheim	Grand-Est	30	12 667	2 897
Dornach	Grand-Est	20	14 916	2 874
Dunkerque	Hauts-de-France	10	10 241	806
Essey Lès Nancy	Grand-Est	14	14 282	2 116
Forbach	Grand-Est	12	13 249	678
Garges	Île-de-France	19	13 426	1 888
Grosbliederstroff	Grand-Est	8	6 341	476
Haguenau	Grand-Est	22	14 140	2 153
Livry Gargan	Île-de-France	16	13 327	1 756
Luneville	Grand-Est	16	10 235	1 711
Metz Technopole	Grand-Est	6	14 569	678
Mondelange	Grand-Est	23	18 220	2 047
Montbéliard	Bourgogne Franche Comté	8	8 752	397
Moulins-lès-Metz	Grand-Est	22	17 484	2 752
Reims Neuville	Grand-Est	27	14 081	2 811
Remiremont	Grand-Est	6	8 073	292
Saint Avold	Grand-Est	21	14 631	2 597
Saint Dié	Grand-Est	19	10 578	2 334
Saint Dizier	Grand-Est	8	9 461	646
Saint Malo	Grand-Est	9	8 998	813
Saint Quentin	Hauts-de-France	16	11 996	1 374
Sarrebourg	Grand-Est	4	7 166	226
Sarreguemines	Grand-Est	12	10 309	748
Soissons	Hauts-de-France	15	13 764	1 420
Ste Marie aux Chênes	Villeneuve d'Ascq Flers	7	8 170	181
Toul	Grand-Est	12	10 340	992
Verdun	Grand-Est	5	7 808	163
Vesoul	Grand-Est	20	7 963	1 493
Vichy	Auvergne Rhône-Alpes	8	11 190	282
Villeneuve d'Ascq Flers	Hauts-de-France	6	11 786	1 706
Wattignies	Hauts-de-France	27	17 686	3 226
Total		546	446 663	56 387

1.2.4.2 - Présentation du portefeuille de clients du Groupe

Le portefeuille de clients du Groupe bénéficie d'une diversification importante, tant au niveau du poids des différentes enseignes locataires dans la génération de revenus locatifs qu'au niveau de leur répartition sectorielle.

Ainsi, sur la période allant de 2018 au premier semestre 2024, les 10 premières enseignes locataires représentent environ une centaine de baux commerciaux, correspondant à un total de loyers annualisés bruts compris entre 7,4m€ et 8,8m€, et environ 20% des loyers annualisés bruts, pour une occupation de surfaces locatives comprise entre 10% et 17% de la surface locative disponible totale.

Au 30 juin 2024, les 10 premières enseignes locataires représentent 111 baux commerciaux, correspondant à un total de loyers annualisés bruts de 8,1m€, et 17% des loyers annualisés bruts, pour une occupation de surfaces locatives de 11% de la surface locative disponible totale.

Sur la même période, la répartition sectorielle du portefeuille de clients du Groupe s'est légèrement rééquilibrée, sous l'impulsion de la stratégie mise en place, avec notamment une baisse graduelle du secteur de la personne, de 36% à fin 2019 à 25% à la fin du premier semestre 2024.

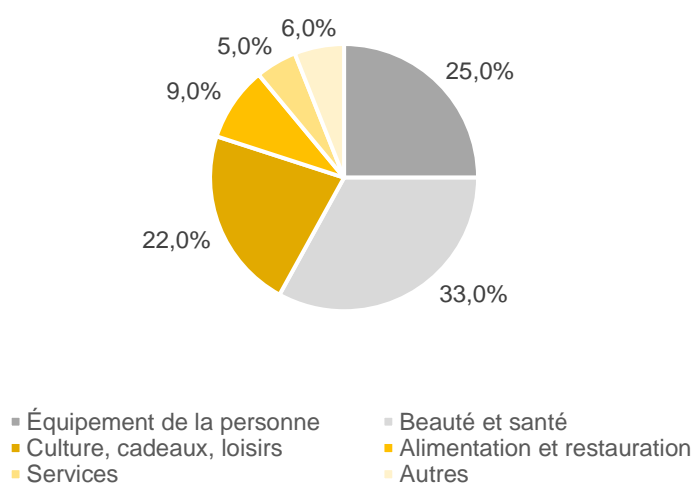
Le recul de ce secteur fait suite à la volonté du Groupe de procéder à un *derisking* de son portefeuille de clients, dans un contexte de difficultés croissantes des acteurs du secteur du prêt-à-porter, accentué par la Covid-19.

La baisse graduelle du secteur de la personne a notamment profité d'une part au secteur de la beauté et de la santé, qui est passé de 29% à fin 2019 à 33% à la fin du premier semestre 2024, et d'autre part au secteur de la culture et des loisirs, qui est passé de 18% à fin 2019 à 22% à la fin du premier semestre 2024.

Tandis que l'augmentation de la part de la beauté et de la santé s'inscrit dans une stratégie de réorientation vers un secteur à forte résilience, celle de la part de la culture et des loisirs s'inscrit dans une stratégie d'amélioration de la génération de trafic au sein des centres commerciaux.

Au 30 juin 2024, la répartition sectorielle du portefeuille de clients du Groupe est présentée dans le graphique ci-dessous :

Répartition sectorielle du portefeuille au 30 juin 2024



1.2.4.3 - Evaluation du patrimoine immobilier du Groupe

L'ensemble des immeubles composant le patrimoine immobilier du Groupe fait l'objet d'une évaluation semestriellement par deux experts indépendants (Cushman & Wakefield et BNP Paribas Real Estate Valuation), nommés à la suite d'un appel d'offres lancé au cours de l'année 2021.

Les différentes évaluations ont été menées en accord avec les standards de la profession, correspondant aux sections afférentes aux normes et pratiques applicables du Code de Conduite de l'édition de novembre 2021, effective à compter du 31 janvier 2022, du RICS Valuation - Global Standards 2021.

Elles respectent également les règles comptables IFRS, les standards et recommandations édités par l'IVSC, ainsi que la recommandation de l'AMF sur la présentation des éléments d'évaluation du patrimoine immobilier des sociétés cotées publiée le 8 février 2010, et tiennent compte des recommandations du rapport Barthès de Ruyter sur l'évaluation du patrimoine immobilier des sociétés cotées faisant appel public à l'épargne, publié en février 2000.

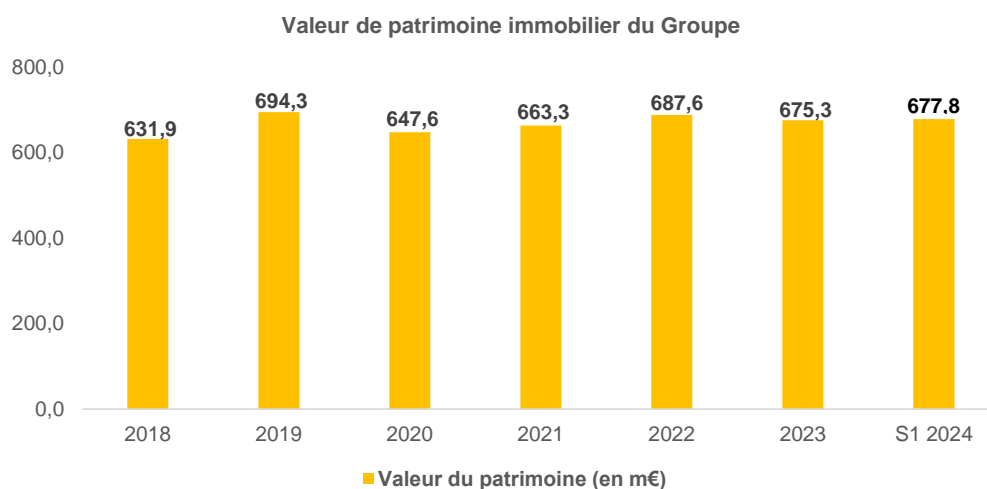
La méthode principale utilisée par les deux experts indépendants dans le cadre de l'évaluation du patrimoine immobilier du Groupe est celle des cash-flows actualisés, qui consiste à actualiser les flux nets futurs projetés, avec :

- des hypothèses de flux relatifs aux loyers perçus, tenant compte des loyers actuels ainsi que de leur révision sur la base des valeurs locatives de marché lors de l'échéance des baux, des paliers et franchises existant éventuellement, des risques de vacance prévisionnelle, et de l'évolution des indices du coût de la construction (ICC), des loyers des activités tertiaires (ILAT) et des loyers commerciaux (ILC) ;
- la mise en évidence, en fonction des situations locatives transmises, des surloyers ou sous-loyers, constatés par rapport aux valeurs locatives observées pour des biens comparables. Ces écarts ont été pris en compte en fonction de la durée des baux afin d'obtenir la valeur des biens compte tenu de leur état d'occupation et d'approcher au mieux les plus ou moins-values liées à la situation de l'immeuble ;
- une valorisation des locaux vacants sur la base des loyers envisageables déduction faite du délai de commercialisation jugé nécessaire à leur relocation, de la remise en état des locaux et d'une franchise de loyer ;
- une capitalisation du revenu net de la dernière année à l'aide d'un taux de fin de cash-flow, afin de déterminer une valeur terminale assimilable à une valeur de revente de l'immeuble à la fin de la période considérée.

Par ailleurs, les experts procèdent à une deuxième approche par comparaison avec les données du marché pouvant donner lieu à des ajustements pour être cohérent avec le marché.

Les valeurs vénales déterminées par les experts sont exprimées à la fois « actes en main », c'est-à-dire droits de mutation et frais d'actes inclus, et également hors droits de mutation et frais d'acquisition. Le taux des droits retenus a été forfaitisé à 6,9% ou 7,5% pour l'ensemble du patrimoine, en ce compris pour les biens soumis au régime de TVA, ceci dans la mesure où le Groupe s'inscrit dans une stratégie de détention à moyen terme de ces sites. Il est retenu la valeur hors droits pour la préparation des comptes consolidés.

L'évolution du patrimoine immobilier du Groupe sur la période allant de 2018 au premier semestre 2024 est présentée ci-dessous :



Entre 2018 et 2019, la valeur du patrimoine immobilier du Groupe passe de 631,9m€ à 694,3m€, en raison notamment de l'acquisition de la galerie commerciale attenante à l'hypermarché Cora de Creil Saint-Maximin, et de la valorisation des projets d'extension des sites de Rennes et d'Ermont.

Entre 2019 et 2020, la valeur du patrimoine immobilier du Groupe passe de 694,3m€ à 647,6m€, en raison notamment de la variation négative de sa juste valeur, avec un ajustement des hypothèses prises en compte par les experts immobiliers pour intégrer la Covid-19 : augmentation des taux d'actualisation, baisse des loyers variables prévisionnels, allongement des délais de recommercialisation, et prévision de mesures d'accompagnement des locataires.

Entre 2020 et 2021, la valeur du patrimoine immobilier du Groupe passe de 647,6m€ à 663,3m€, en raison notamment de la valorisation des projets d'extension des sites de Rennes, d'Ermont, de Colmar et d'Haguenau, qui compense l'augmentation des taux d'actualisation au niveau des hypothèses prises en compte par les experts immobiliers.

Entre 2021 et 2022, la valeur du patrimoine immobilier du Groupe passe de 663,3m€ à 687,6m€, en raison de la valorisation des projets d'extension de Colmar, de Villers-Semeuse, d'Ermont, d'Haguenau, de Dole et de Flers, du retour à la normale de l'activité et de son dynamisme, et de l'indexation des loyers des locataires, qui compensent l'augmentation des taux d'actualisation au niveau des hypothèses prises en compte par les experts immobiliers.

Entre 2022 et 2023, la valeur du patrimoine immobilier du Groupe passe de 687,6m€ à 675,3m€, en raison de la forte augmentation des taux d'actualisation au niveau des hypothèses prises en compte par les experts immobiliers, dans un contexte d'évolution significative des taux d'intérêt, et qui n'est pas compensée par le dynamisme de l'activité et l'indexation des loyers des locataires.

Sur le premier semestre 2024, la valeur du patrimoine immobilier du Groupe reste particulièrement stable, et passe de 675,3m€ à 677,8m€.

Les différents paramètres retenus par les experts immobiliers dans le cadre de l'extériorisation de la valeur hors droits du portefeuille immobilier du Groupe au 30 juin 2024 sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Evaluation à la juste valeur des immeubles de placement				
	Paramètres	Fourchette (1)		Moyenne Pondérée (2)
	VLM	157 €/m ²	678 €/m ²	458 €/m ²
Shopping (3)	Taux d'actualisation	7,20%	10,50%	7,72%
	Taux de fin de cash-flow	5,90%	8,70%	6,45%
	VLM	113 €/m ²	393 €/m ²	279 €/m ²
Proximité (4)	Taux d'actualisation	7,25%	12,75%	9,53%
	Taux de fin de cash-flow	6,50%	11,50%	8,37%

(1) Valeurs minimales et maximales par typologies issues de l'expertise du 30/06/2024

(2) Moyenne pondérée de la valorisation hors droits de l'actif immobilier au 30/06/2024

(3) Galeries de taille importante constituant des lieux de destinations pour leurs clients

(4) Galeries qui se positionnent comme des galeries de services

La valeur comptabilisée au niveau de l'actif immobilisé du Groupe à cette même date s'élève à 676,1m€, et correspond à la valeur hors droits du portefeuille immobilier retenue par les experts minorée de l'effet de la prise en compte des conditions locatives spécifiques et dépenses capitalisables sur les projets.

1.2.5 - Le marché des foncières de commerces en France

1.2.5.1 - Présentation des typologies d'acteurs

Les foncières de commerce se spécialisent dans l'acquisition, la gestion et la valorisation de biens immobiliers destinés à des activités commerciales. Elles peuvent être divisées en trois grandes catégories :

- Les foncières de centres commerciaux, dont l'activité est liée à de grands centres commerciaux qui offrent une variété de magasins, de restaurants, et de services de loisirs sous un même toit. Les centres commerciaux peuvent varier en taille et en gamme de services, allant des petits centres commerciaux de quartier aux grands centres régionaux et nationaux (Les Quatre Temps à La Défense, Part-Dieu à Lyon...);
- Les foncières de retail parks, relatives à des ensembles de magasins de grande surface situés dans des zones ouvertes avec des parkings généreux. Ils sont souvent situés en périphérie des villes et axés sur des magasins spécialisés dans des produits volumineux tels que le bricolage, le jardinage, les meubles, et l'électronique ;
- Les locaux commerciaux de centre-ville (pieds d'immeubles), faisant référence à des propriétés situées dans les rues commerçantes principales des centres-villes. Ces propriétés abritent souvent des boutiques de luxe, des magasins de détail, des restaurants, et d'autres commerces.

1.2.5.2 - Les particularités du statut SIIC pour les sociétés foncières

Dans le cadre du déroulement de leur activité commerciale et de leurs opérations, les sociétés foncières cotées en France optent généralement pour le statut de SIIC (Société d'Investissements Immobiliers Cotée), équivalent des REIT (*Real Estate Investment Trust*) dans les pays anglo-saxons.

Le choix de ce statut permet aux sociétés foncières cotées de bénéficier d'une exonération d'impôt sur les sociétés au titre des revenus locatifs et des plus-values sur la vente de biens immobiliers générés, en vertu du principe de transparence fiscale.

En effet, la fiscalité sur les typologies de bénéficiaires qui sont exonérés d'impôts sur les sociétés au niveau de la société foncière sont imposés directement au niveau de ses actionnaires. En contrepartie, les sociétés foncières cotées optant pour ce régime fiscal ont l'obligation de redistribuer à leurs actionnaires au moins 95% de leurs revenus locatifs, 60% de leurs plus-values de cession et 100% des dividendes reçus de filiales elles-mêmes soumises au régime SIIC.

Opter pour le statut SIIC permet de bénéficier d'une attractivité pour les investisseurs, notamment institutionnels et fonds de pension, avec la perspective de rendements réguliers et stables, tout en bénéficiant d'un régime fiscal favorable.

Au cas d'espèce, le Groupe constitue l'unique entité du secteur des foncières cotées en France qui a fait le choix de ne pas opter pour le régime SIIC.

1.2.5.3 - Les évolutions récentes du marché de l'immobilier de commerce en France

Avec 0,4md€ investis au 1er trimestre 2024, le marché de l'investissement en murs de commerces affiche un volume en fort recul par rapport à 2023 (-70%) et aux moyennes historiques (-53% sur 5 ans). Ce premier trimestre fait suite à deux débuts d'années

exceptionnels, à plus de 1,3md€ investis, et s'inscrit dans la tendance des derniers mois et la volumétrie des 2ème et 3ème trimestres 2023.

Néanmoins, le marché de l'immobilier de commerce maintient sa part de marché au quart des volumes investis en immobilier banalisé (19% en moyenne décennale), dans un contexte de ralentissement généralisé de l'activité, et particulièrement sur le compartiment des bureaux.

Cette contraction significative des investissements en murs de commerces est liée à plusieurs facteurs, dont le repli des grands volumes, déjà amorcé en 2023. En effet, la moitié des volumes de transaction sur le 2ème trimestre 2023 a concerné la tranche < 50m€, et l'on compte une seule transaction concernant la tranche > 100m€ : l'acquisition du centre commercial « O'Parinor » par Klépierre et Sofidy auprès de Hammerson et NPS. Cette opération fait remonter la part des centres commerciaux à 67% du volume de transaction (contre 28% en moyenne sur 10 ans).

L'immobilier de commerces en centres-villes reste toujours en retrait avec 10% des volumes (35% en moyenne sur 10 ans), laissant le marché *Core* parisien aux acquéreurs/utilisateurs non contraints par des problématiques de rendement qui profitent de cette absence de concurrence pour se positionner sur des emplacements stratégiques pour eux. Après plusieurs corrections récentes, les taux de rendement *prime* sont restés stables au 1er trimestre.

L'évolution de l'activité transactionnelle sur le marché des foncières de commerce restera tributaire de la baisse annoncée d'ici la fin de l'année des taux directeurs, qui devrait stimuler l'appétit des investisseurs en recherche de financement et relancer l'activité d'ici la fin de l'année, mais également de l'évolution de la dynamique de fréquentation des centres commerciaux et de sa capacité à impulser les dépenses d'investissement afférentes.

Ainsi, le 2ème semestre sera décisif quant à une potentielle reprise des volumes de transaction et un retour des investisseurs internationaux sur le marché français.

1.2.5.4 - Présentation du marché des foncières de centres commerciaux

Le Groupe étant principalement un acteur du marché des foncières de centres commerciaux en France (80% de son patrimoine), bien que présent également de manière plus modérée sur le marché des foncières de commerces de proximité sur le territoire (20% de son patrimoine), nous présenterons ci-après le marché des foncières de centres commerciaux.

Les centres commerciaux en France sont souvent conçus autour d'une grande surface principale, telle qu'un hypermarché ou un grand magasin, avec une galerie marchande attenante qui abrite un éventail de boutiques et de services.

Une grande surface, également appelée « *anchor store* », est un magasin de grande taille qui agit comme une locomotive pour attirer des clients vers le centre commercial. Ces magasins sont souvent des hypermarchés connus du grand public tels que Carrefour, Auchan ou Leclerc, et proposent une large gamme de produits.

Les galeries marchandes, qui sont attenantes aux grandes surfaces, regroupent des petits magasins et boutiques offrant une diversité de produits et de services. Elles complètent l'offre des grandes surfaces et incluent un panorama complet d'enseignes commerciales telles que boutiques de mode, d'accessoires, de soins de la personne, d'électronique, de services et de loisirs, ainsi que des offres de restauration et des cafés.

L'activité des foncières de centres commerciaux réside principalement dans la location de surfaces commerciales disponibles au sein des galeries marchandes à des enseignes locales ou nationales. Elles s'efforcent de créer une mixité commerciale au sein des galeries marchandes, en attirant une variété d'enseignes opérant sur des secteurs disparates afin d'augmenter l'attractivité du centre et d'optimiser sa fréquentation auprès d'un large spectre de catégories socioprofessionnelles.

1.2.5.5 - Les acteurs du marché des foncières de centres commerciaux en France

Les principales foncières de centres commerciaux en France n'étant pas associées à un hypermarché spécifique sont les suivantes :

- Unibail-Rodamco-Westfield, constituant l'un des plus grands groupes immobiliers commerciaux au monde, spécialisé dans les centres commerciaux de premier plan en Europe et aux États-Unis. Ses centres commerciaux notables incluent les Quatre Temps (La Défense) ou encore le Forum des Halles (Paris) ;
- Klépierre, foncière de centres commerciaux en Europe gérant une large gamme de centres commerciaux en France et à travers le continent (Créteil Soleil (Créteil), Val d'Europe (Marne-la-Vallée)).

Les autres acteurs français principaux sur ce marché sont directement détenus par une enseigne d'hypermarchés spécifique, sur un modèle similaire à celui du Groupe :

- Carmila est une foncière dédiée aux centres commerciaux attenants aux hypermarchés Carrefour. Elle a été créée par ce dernier pour gérer et développer ses centres commerciaux ;
- Mercialis est une foncière spécialisée dans les centres commerciaux, initialement créée par le groupe Casino pour gérer ses actifs immobiliers commerciaux ;
- Ceetrus (anciennement Immochan) est la foncière immobilière du groupe Auchan, spécialisée dans le développement et la gestion de centres commerciaux.

1.2.5.6 - La dynamique du marché des foncières de centres commerciaux en France

Autrefois particulièrement dépendants de l'existence de grandes surfaces alimentaires et du secteur du prêt-à-porter au sein de leur galerie pour optimiser leur fréquentation, les centres commerciaux ont particulièrement diversifié leur mix marchand lors de la dernière décennie.

Le secteur de prêt-à-porter, qui représentait 32% des enseignes installées dans des centres commerciaux en France à la fin de l'année 2013, ne représente ainsi plus que 24% des enseignes installées à la fin de l'année 2023. De nouveaux segments contribuent aujourd'hui fortement à l'état et à l'amélioration de la fréquentation, notamment les secteurs de la beauté-santé-parfumerie, du sport, de la culture, des loisirs, et du médical.

En diversifiant leur mix marchand, les centres commerciaux souhaitent développer une expérience physique conviviale inaccessible à domicile, sans négliger pour autant l'omnicanalité, afin notamment de concurrencer les plateformes d'achat internet.

Ainsi, le centre commercial a vocation à devenir une destination globale, offrant commerces, restauration et loisirs. A titre illustratif, le centre commercial B'Est à Fabérsviller (Moselle), ouvert en avril 2018, comporte une offre de loisirs en intérieur et extérieur très variée (mur d'escalade, *laser game*, *trampoline park*, mini-golf, accrobranche), comptant pour 30% des enseignes commerciales présentes sur le site.

Ces évolutions contribuent à porter la fréquentation à la hausse, avec 2,4 milliards de visiteurs comptés en France au cours de l'année 2023, en augmentation de 1,9% par rapport à 2022.

1.2.6 - Comptes consolidés du Groupe

Le périmètre de consolidation du Groupe, dont la société tête de groupe est la société Galimmo SCA, comprend 3 sociétés au 31 décembre 2023.

Outre la société Galimmo SCA, il comprend une société, Foncibel, consolidée par la méthode de l'intégration globale et détenue à 100%, et une société, Galimmo Châtelineau, qui exploite avec ses filiales 7 centres commerciaux attenants à des hypermarchés Cora en Belgique, détenue à 15% et consolidée par la méthode de la mise en équivalence.

Dans le cadre de l'établissement de ses comptes consolidés, le Groupe applique le référentiel comptable IFRS. Ceux-ci ont fait l'objet de certifications sans réserve par les commissaires aux comptes au titre de l'ensemble des exercices clos inclus dans notre analyse.

Les travaux de valorisation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont basés sur des états financiers historiques communiqués.

1.2.6.1 - Performance financière historique

Le Groupe clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat consolidé des trois derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous :

Galimmo - Compte de résultat			
En m€	FY21	FY22	FY23
Revenus locatifs bruts	41,8	44,7	46,5
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.d</i>	<i>6,9%</i>	<i>4,1%</i>
Charges locatives et immobilières nettes	-8,5	-4,5	-4,5
Revenus locatifs nets	33,3	40,2	42,0
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.d</i>	<i>20,7%</i>	<i>4,6%</i>
Honoraires perçus et autres produits d'exploitation	2,1	2,7	2,8
Frais de personnel	-5,0	-4,5	-5,0
Autres frais généraux	-4,8	-4,8	-5,0
Dotations aux amortissements	-0,7	-1,0	-1,2
Autres produits et charges opérationnels courants	-0,3	0,1	0,0
Variation de juste valeur sur immeuble de placement	-17,3	5,5	-21,2
Part dans le résultat net de MEE	0,9	0,1	-1,1
Charges opérationnelles	-25,1	-1,8	-30,7
<i>En % du revenus locatifs nets</i>	<i>-75,5%</i>	<i>-4,5%</i>	<i>-73,0%</i>
Résultat opérationnel	8,1	38,4	11,3
<i>En % du revenus locatifs nets</i>	<i>24,5%</i>	<i>95,5%</i>	<i>27,0%</i>
Résultat financier	-2,7	-2,8	-12,4
Impôt sur le résultat	-1,1	-9,9	-0,3
Résultat net	4,4	25,7	-1,3

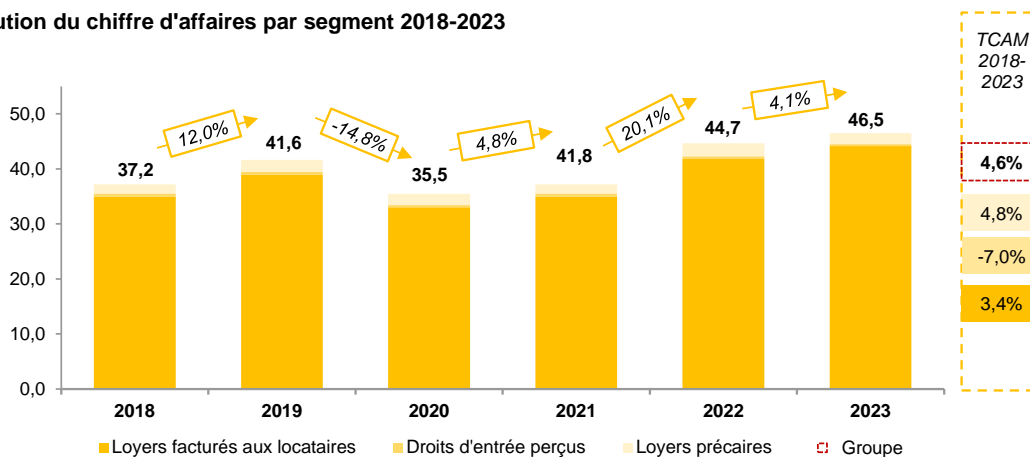
Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2021, 2022 et 2023
n.a : non applicable

Charges en % du revenus locatifs nets			
	33,3	40,2	42,0
Revenus locatifs nets			
Honoraires perçus et autres produits d'exploitation	6,4%	6,8%	6,6%
Frais de personnel	-15,0%	-11,2%	-12,0%
Autres frais généraux	-14,4%	-11,9%	-11,8%
Dotations aux amortissements	-2,0%	-2,5%	-2,8%
Autres produits et charges opérationnels courants	-1,0%	0,1%	0,0%
Variation de juste valeur sur immeuble de placement	-52,1%	13,8%	-50,4%
Part dans le résultat net de MEE	2,6%	0,3%	-2,7%

Revenus locatifs bruts

Entre 2018 et 2023, les revenus locatifs bruts du Groupe sont passés de 37,2m€ à 46,5m€, correspondant à un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 4,6% sur la période, avec des croissances disparates présentées ci-dessous :

Evolution du chiffre d'affaires par segment 2018-2023



Entre 2018 et 2019, les revenus locatifs bruts croissent de façon significative (12,0%, dont 3,2% à périmètre constant), représentant une hausse de 4,4m€ sur la période, pour atteindre un montant de 41,6m€.

Leur progression sur la période se décompose entre une augmentation de 3,3m€ résultant d'une part du programme d'extension et de rénovation du site de Colmar, et d'autre part de l'acquisition du site de Creil, et une augmentation de 1,1m€ liée à la revalorisation des loyers et aux revenus du *Specialty Leasing*.

Entre 2019 et 2020, les revenus locatifs bruts connaissent un important repli en raison de l'impact de la Covid-19 (-14,8% et -16,0% à périmètre constant), représentant une baisse de 6,1m€ sur la période, pour atteindre un montant de 35,5m€.

Leur recul sur la période correspond principalement à une diminution de 5,0m€ en raison des abandons de loyers consentis, et à une diminution de 1,0m€ liée aux clauses de variables et aux revenus de *Specialty Leasing*.

Entre 2020 et 2021, les revenus locatifs bruts retrouvent un niveau comparable à ceux de l'année 2019 (+17,8%, dont 15,0% à périmètre constant), représentant une hausse de 6,3m€ sur la période, pour atteindre un montant de 41,8m€.

Leur progression sur la période se décompose entre une augmentation de 5,0m€ en raison de la diminution des abandons de loyers, une augmentation de 0,9m€ résultant de la progression des loyers garantis (dont 0,6m€ liés aux projets de développement), et une augmentation de 0,3m€ liée aux clauses de variables.

Entre 2021 et 2022, les revenus locatifs bruts connaissent une croissance importante (+6,9%, dont 3,4% à périmètre constant), représentant une hausse de 2,9m€ sur la période, pour atteindre un montant de 44,7m€.

Leur progression sur la période se décompose entre une augmentation de 0,8m€ en raison de l'impact favorable de l'indexation des loyers et du succès de la commercialisation, une augmentation de 1,8m€ résultant d'une part de la livraison de nouvelles surfaces sur les sites de Colmar et d'Ermont, et d'autre part de la livraison de projets sur les sites de Villers-Semeuse et de Dreux, et une augmentation de 0,3m€ liée aux clauses de variables et aux revenus du *Specialty Leasing*.

Entre 2022 et 2023, les revenus locatifs bruts croissent à un rythme plus modéré (+4,1%, dont 2,5% à périmètre constant), représentant une hausse de 1,8m€ sur la période, pour atteindre un montant de 46,5m€.

Leur progression sur la période se décompose entre une augmentation de 1,2m€ en raison de l'impact favorable de l'indexation des loyers et du succès de la commercialisation, et une augmentation de 0,6m€ résultant d'une part de la livraison de nouvelles surfaces sur le site d'Ermont au cours de l'année, et d'autre part de la livraison de projets sur les sites de Villers-Semeuse, de Dole et de Flers au cours de l'année 2022.

Revenus locatifs nets

Les revenus locatifs nets correspondent aux revenus locatifs bruts minorés des charges locatives et impôts fonciers non récupérés, ainsi que des charges sur immeubles irrécupérables (ci-après ensemble les « charges locatives et immobilières nettes »).

Les charges locatives et immobilières nettes correspondent principalement à la quote-part de charges locatives et d'impôts fonciers non refacturables en raison de l'existence d'une vacance locative, au coût du risque client (dotations aux provisions sur loyers, nettes des reprises, et constatation de créances irrécouvrables), et à l'existence d'honoraires et de dépenses de marketing liés au portefeuille immobilier et supportés uniquement par le Groupe.

Nous précisons que la gestion des charges communes des immeubles est confiée par le Groupe à un gestionnaire tiers qui ne lui est pas apparenté, et que la refacturation des honoraires afférents aux locataires par le Groupe est effectuée sans *mark-up*.

Entre 2018 et 2019, les revenus locatifs nets augmentent de 9,0%, représentant une hausse de 3,0m€ sur la période, pour atteindre un montant de 36,5m€.

Les revenus locatifs nets augmentent de façon moins importante que les revenus locatifs bruts en raison de l'évolution des charges locatives et immobilières nettes sur la période.

Entre 2019 et 2020, les revenus locatifs nets diminuent de 18,9%, représentant une baisse de 6,9m€ sur la période, pour atteindre un montant de 29,6m€.

Les revenus locatifs nets diminuent de façon plus importante que les revenus locatifs bruts en raison notamment de la hausse du coût du risque engendrée par la Covid-19 sur la période (1,6m€), qui n'est que partiellement compensée par les économies réalisées sur les charges sur immeubles irrécupérables.

Entre 2020 et 2021, les revenus locatifs nets augmentent de 12,4%, représentant une hausse de 3,7m€ sur la période, pour atteindre un montant de 33,3m€.

Les revenus locatifs nets augmentent de façon moins importante que les revenus locatifs bruts en raison notamment de la hausse du coût du risque sur la période (1,6m€) ; l'année 2021 étant encore marquée par l'impact de la Covid-19.

Entre 2021 et 2022, les revenus locatifs nets augmentent de 20,7%, représentant une hausse de 6,9m€ sur la période, pour atteindre un montant de 40,2m€.

Les revenus locatifs nets augmentent de façon beaucoup plus importante que les revenus locatifs bruts en raison notamment de la décompression du coût du risque sur la période (-3,6m€).

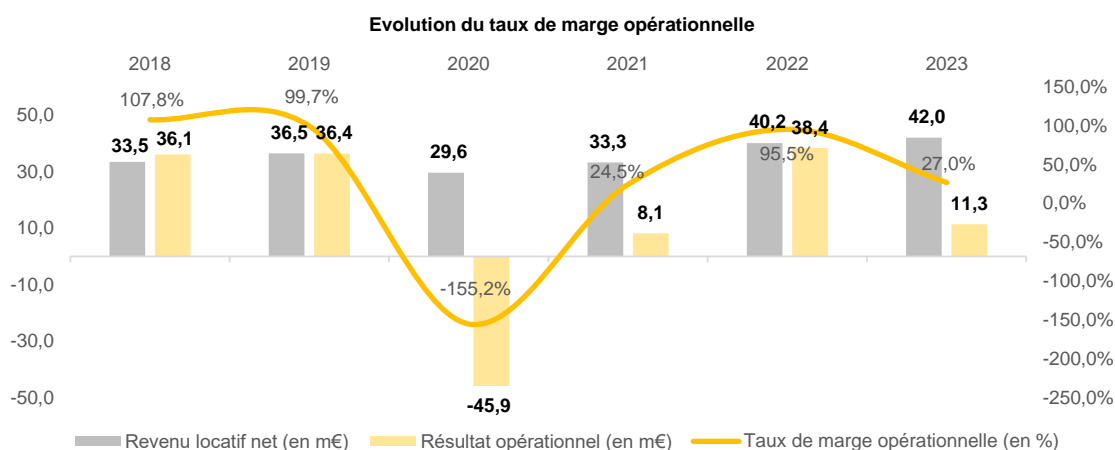
Entre 2022 et 2023, les revenus locatifs nets augmentent d'environ 5,0%, représentant une hausse de 1,8m€ sur la période, pour atteindre un montant de 42,0m€.

Les revenus locatifs nets augmentent de façon symétrique aux revenus locatifs bruts en raison de la stabilité des charges locatives et immobilières nettes sur la période.

Résultat opérationnel

Le résultat opérationnel correspond aux revenus locatifs nets minorés des frais de personnel, des frais de fonctionnement (rémunération du gérant statutaire, dépenses de communication, frais de déplacement et honoraires divers), des dotations aux amortissements des actifs notamment corporels, et des autres charges opérationnelles courantes, majorés des honoraires perçus notamment au titre de la direction des centres commerciaux, et des autres produits opérationnels courants, et ajustés d'une part des évolutions annuelles de la valeur du portefeuille immobilier (après retraitement des investissements nets opérés sur la période), et d'autre part de la quote-part du résultat net consolidé de la société Galimmo Châtelineau sur la période.

L'évolution du résultat opérationnel du Groupe sur la période allant de 2018 à 2023 est présentée ci-dessous :



Entre 2018 et 2019, le taux de marge opérationnelle diminue, passant de 107,8% à 99,7% des revenus locatifs nets, dans un contexte d'augmentation des revenus locatifs nets et de stabilité du résultat opérationnel en valeur absolue, qui passe de 36,1m€ à 36,4m€.

L'augmentation des revenus locatifs nets sur la période a été majoritairement compensée par la performance moindre de la variation positive de juste valeur du portefeuille immobilier (de 7,9m€ à 6,6m€) et de la quote-part du résultat net consolidé de la société Galimmo Châtelineau (de 1,7m€ à 0,9m€) en 2019 par rapport à 2018. Retraité de ces éléments, le taux de marge opérationnelle est stable.

Entre 2019 et 2020, le taux de marge opérationnelle s'effondre, passant de 99,7% à -155,2% des revenus locatifs nets, dans un contexte de forte attrition des revenus locatifs nets et de chute du résultat opérationnel, qui passe de 36,4m€ à -45,9m€, en raison de la survenance de la Covid-19 sur la période.

Si le résultat opérationnel et le taux de marge opérationnelle sont principalement impactés par la variation négative de juste valeur du portefeuille immobilier (-67,0m€), le taux de marge est également impacté par l'attrition des revenus locatifs nets en raison de la stabilité de l'ensemble des autres charges opérationnelles sur la période.

Entre 2020 et 2021, le taux de marge opérationnelle repasse en positif, passant de -155,2% à 24,5% des revenus locatifs, dans un contexte d'augmentation des revenus locatifs nets et du résultat opérationnel, qui passe de -45,6m€ à 8,1m€, en raison du retour progressif à la normale de l'activité.

Si le différentiel de taux de marge opérationnelle est quasiment intégralement dû à la moindre variation négative de juste valeur du portefeuille immobilier (-17,3m€), l'augmentation du résultat opérationnel découle également de l'augmentation des revenus locatifs nets.

Entre 2021 et 2022, le taux de marge opérationnelle retrouve son niveau de l'année 2019, passant de 24,5% à 95,5% des revenus locatifs, dans un contexte d'augmentation des revenus locatifs nets et du résultat opérationnel, qui passe de 8,1m€ à 38,4m€, avec un retour complet à la normale de l'activité.

Si le différentiel de taux de marge opérationnel est également fortement lié à celui de la variation de juste valeur du portefeuille immobilier, qui devient positive sur la période (5,5m€), le Groupe connaît également sur la période une baisse du taux de charges des frais de personnel (qui passe de -15,0% à -11,2% des revenus locatifs nets) en raison de l'existence d'un important *turnover* des équipes faisant suite à la sortie de la Covid-19, ainsi qu'une baisse du taux des autres frais généraux (qui passe de -14,4% à -11,9% des revenus locatifs nets) en raison de la capacité du Groupe à stabiliser le niveau de charges en valeur absolue.

Au même titre que pour l'année 2021, l'augmentation du résultat opérationnel découle également de l'augmentation des revenus locatifs nets.

Entre 2022 et 2023, le taux de marge opérationnelle baisse à nouveau fortement, passant de 95,5% à 27,0% des revenus locatifs, dans un contexte d'augmentation des revenus locatifs nets et de baisse du résultat opérationnel, qui passe de 38,4m€ à 11,3m€, principalement en raison de l'impact de la forte hausse des taux d'intérêts sur la période.

Ainsi, la variation de juste valeur du portefeuille immobilier devient à nouveau négative sur la période (-21,2m€). Retraité de cet élément, le taux de marge opérationnelle est stable sur la période ; sa légère diminution étant imputant à la hausse du taux de charges des frais de personnel sous l'effet notamment des nouveaux recrutements effectués sur la période pour pallier l'important *turnover* des équipes au cours de l'année 2022.

Il est intéressant de noter que, retraits de la variation de juste valeur de son portefeuille immobilier et de la quote-part du résultat net consolidé de la société Galimmo Châtelaineau, le taux de marge opérationnelle reste relativement stable sur la période historique allant de 2018 à 2023, à l'instar de son résultat EPRA (voir section 1.2.7.2), ce qui démontre la capacité du Groupe à maîtriser et à variabiliser ses charges opérationnelles courantes.

Le résultat financier

Le résultat financier du Groupe est principalement constitué des charges financières sur emprunts, nettes des couvertures de taux qualifiées, de produits financiers liés au prêt en compte-courant de la société Foncibel au profit de la société Galimmo Châtelaineau, et d'autres charges financières liées principalement aux instruments de couverture, aux services bancaires et à des charges diverses non spécifiées.

Sur la période allant de 2018 à 2022, le résultat financier du Groupe est relativement stable, oscillant entre -1,8m€ et -3,3m€.

En 2023, le résultat financier du Groupe est en forte baisse et s'établit à -12,4m€, en raison des éléments suivants :

- les charges financières sur emprunts financiers, nettes des couvertures de taux qualifiées, qui oscillent entre 3,7m€ et 4,7m€ sur la période allant de 2018 à 2019, s'établissent à 11,3m€ dans un contexte d'importante augmentation du taux d'intérêt de la dette, qui a fait l'objet d'un refinancement en février 2023 ;
- la déqualification des instruments de couverture qui avaient été mis en place lors du refinancement, pour faire suite à l'annonce d'un accord entre l'Initiateur et les filiales du groupe Louis Delhaize concernant l'acquisition du Bloc de Contrôle (qui a engendré le remboursement anticipé de l'emprunt hypothécaire - voir section 5.1), a entraîné la

constatation d'une charge de 2,1m€ en raison du recyclage de la valeur temps (couverture des flux futurs) en résultat net. Nous précisons que l'inclusion de cette charge au compte de résultat est un pur effet comptable lié aux règles de comptabilisation des instruments de couverture ;

- la constatation de frais d'émission d'emprunts liés aux refinancement, pour un montant de 4,3m€, et qui n'ont pas pu être étalés sur la durée du l'emprunt hypothécaire afférent en raison de son remboursement anticipé.

L'ensemble des charges complémentaires ont été partiellement compensés par la hausse de la rémunération du prêt en compte-courant de la société Foncibel au profit de la société Galimmo Châtelaineau (environ 2m€) en raison de l'augmentation des taux d'intérêts.

Le résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-avant, après intégration d'une charge d'impôt sur les bénéfices du Groupe.

1.2.6.2 - Equilibre bilancier et trésorerie

Le bilan économique consolidé des trois derniers exercices, ainsi qu'au 30 juin 2024, est présenté dans le tableau ci-dessous :

Galimmo - Bilan économique				
En m€	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	30/06/2024
Immobilisations incorporelles	0,3	0,3	0,2	0,1
Immobilisations corporelles	2,0	2,1	1,3	1,0
Immeubles de placements	661,9	686,0	675,7	676,1
Actifs financiers non courants	74,8	75,4	74,6	1,0
Actifs financiers courants	2,0	5,0	2,1	2,2
Titres mis en équivalence	14,9	15,1	13,8	0,0
Actif immobilisé	756,0	783,9	767,7	680,5
Actif courant	29,4	24,2	22,6	22,7
Passif courant	-30,4	-31,1	-25,1	-25,3
Besoin en Fonds de Roulement	-1,0	-6,9	-2,5	-2,6
Impôts différés passifs	-121,1	-125,7	-122,0	-122,5
Actifs détenus en vue d'être cédés	0,0	0,0	0,0	79,2
Capitaux Employés	633,8	651,3	643,2	634,6
Capitaux propres	24,4	25,9	26,0	26,0
Réserves consolidées	442,5	446,3	460,2	447,1
Résultat de l'exercice	4,4	25,7	-1,3	-4,4
Capitaux Propres	471,3	497,9	484,8	468,6
Provisions pour IDR*	0,1	0,1	0,2	0,2
Provisions pour risques et charges	1,2	1,1	1,1	0,9
Provisions non courantes	1,3	1,2	1,3	1,1
Dette financière	210,9	214,0	215,9	215,0
Trésorerie et équivalents	-49,7	-61,9	-58,8	-50,3
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	161,2	152,1	157,1	164,7
Passifs détenus en vue d'être cédés	0,0	0,0	0,0	0,2
Capitaux Investis	633,8	651,3	643,2	634,6

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2021, 2022 et 2023, et au 30 juin 2024

* Indemnité de Départ à la Retraite

Au 30 juin 2024, l'actif immobilisé du Groupe s'élève à 680,5m€ et se compose essentiellement d'immeubles de placement (676,1m€). Il inclut également pour des montants non significatifs des immobilisations incorporelles (0,1m€), des immobilisations corporelles (1,0m€) et des actifs financiers courants (2,2m€) et non courants (1,0m€) :

- les immeubles de placement correspondent au portefeuille immobilier du Groupe, présenté plus précisément en section 1.2.3, et constituent le patrimoine productif du Groupe dans le cadre de la réalisation de ses opérations ;
- les immobilisations corporelles se composent de droits d'utilisation (IFRS 16) relatifs au siège social du Groupe, situé à Paris ;
- les actifs financiers courants correspondent aux instruments de couverture mis en place lors du refinancement de la dette en février 2023 ;
- les actifs financiers non courants correspondent principalement d'actifs financiers au Maroc. La forte diminution du poste correspond au reclassement du prêt accordé par la société Foncibel, holding financière de détention de la participation minoritaire de 15% détenue par le Groupe au capital de la société Galimmo Châtelaineau, en actifs détenus en vue d'être cédés en application de la norme IFRS 5, et ce afin de tenir compte de la réalisation de la cession des titres de la société Foncibel au profit du groupe Louis Delhaize et des filiales restant dans son périmètre.

Les titres mis en équivalence, correspondant à la participation minoritaire de 15% détenue par le Groupe au capital de la société Galimmo Châtelaineau, ont fait l'objet d'un reclassement en actifs détenus en vue d'être cédés en application de la norme IFRS 5, pour la raison évoquée précédemment.

Le besoin en fonds de roulement (BFR), qui s'élève à -2,6m€, apparaît structurellement négatif sur la période.

Les impôts différés passifs du Groupe s'élèvent à -122,5m€, et correspondent à l'imposition sur les plus-values latentes des immeubles de placement.

Les actifs destinés à la vente du Groupe s'élèvent à 79,2m€, et se composent majoritairement du prêt d'actionnaires consenti par le Groupe à la société Galimmo Châtelaineau, d'un montant de 73,5m€, des intérêts courus sur ce prêt d'actionnaires, d'un montant d'environ 3,0m€, de la valeur de la participation de 15% détenue par le Groupe au capital de cette dernière, d'un montant de 1,5m€.

Hors prise en compte de l'évolution de la valeur des immeubles de placement, et de l'incidence de la cession des titres de la société Foncibel pour un montant de 13,0m€ sur la valeur de la participation de 15% détenue par le Groupe au capital de la société Galimmo Châtelaineau (constatation d'une moins-value sur les titres), l'Actif Economique du Groupe (Capitaux Employés) est relativement stable depuis l'exercice 2021.

Les capitaux propres du Groupe s'élèvent à 468,6m€, avec une évolution depuis l'exercice 2021 découlant principalement des résultats nets générés et des dividendes distribués en numéraire sur la période.

Les provisions du Groupe s'élèvent à 1,1m€, et se composent de provisions pour indemnités de départ à la retraite (0,2m€), et de provisions pour risques et charges correspondant principalement à une provision « amiante » (0,9m€).

La dette nette comptable du Groupe s'élève à 164,7m€, et se compose principalement d'un emprunt hypothécaire pour un montant de 202,2m€, des dépôts et cautionnements des locataires, pour un montant de 11,4m€, et de la trésorerie et des équivalents de trésorerie, pour un montant de -50,3m€.

1.2.7 - Principaux indicateurs EPRA du Groupe

1.2.7.1 - ANR EPRA du Groupe

En octobre 2019, l'*European Public Real Estate Association* (ci-après « EPRA ») a publié de nouvelles recommandations pour les informations financières des sociétés immobilières cotées, dont les principales évolutions portent sur l'actif net réévalué.

Les méthodologies de calcul de l'ANR EPRA de remplacement/reconstitution (« EPRA *Net Reinstatement Value* » ou « ANR EPRA NRV »), de l'ANR EPRA de continuation (« EPRA *Net Tangible Assets* » ou « ANR EPRA NTA ») et de l'ANR EPRA de liquidation (« EPRA *Net Disposal Value* » ou « EPRA NDV » ou « ANR EPRA NDV ») telles que publiées par l'*European Public Real Estate Association* sont présentées dans le tableau ci-dessous :

Méthodologie de calcul EPRA	EPRA NRV	EPRA NTA	EPRA NDV
Capitaux propres part du groupe (IFRS)			
● Instruments hybrides	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
ANR dilué			
● Réévaluation des IP (si l'option coût de la norme IAS 40 est utilisée)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
● Réévaluation des IP en construction (si l'option coût de la norme IAS 40 est utilisée)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
● Réévaluation des autres actifs non courants	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
● Réévaluation des baux de locataires détenus en tant que contrats de location-financement	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
● Réévaluation des biens immobiliers destinés à la vente	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
ANR dilué à la juste valeur			
● Impôt différé relatif aux gains de juste valeur des IP	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
● Juste valeur des instruments financiers	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
● Goodwill résultant de l'impôt différé	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
● Goodwill selon le bilan conforme aux IFRS		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
● Immobilisations incorporelles selon le bilan conforme aux IFRS		<input checked="" type="checkbox"/>	
● Valeur équitable de la dette à taux d'intérêt fixe			<input checked="" type="checkbox"/>
● Réévaluation des immobilisations incorporelles à la juste valeur	<input checked="" type="checkbox"/>		
● Taxe de transfert immobilier	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
ANR			
● <i>Inclus</i>			
● <i>Exclu</i>			

Source: *European Public Real Estate Association*

Ces mesures ont pour objectif de mieux refléter la juste valeur des actifs et passifs des sociétés d'investissement immobilier. Trois nouveaux indicateurs de l'actif net ont été substitués aux ANR EPRA (« ANR EPRA » ou « EPRA NAV ») et ANR triple net EPRA (« ANR Triple Net EPRA » ou « EPRA NNAV ») :

- **l'ANR EPRA NRV** reflète ce qui serait nécessaire pour reconstituer l'entreprise à travers les marchés d'investissement en fonction de sa structure actuelle de capital et de financement, y compris les droits sur les mutations immobilières. Cette méthodologie s'appuie sur l'hypothèse que la société ne vendra jamais ses actifs, et fournit une estimation du montant requis pour reconstituer la société ;
- **l'ANR EPRA NTA** reflète l'activité immobilière de rotation d'actifs d'une foncière. Cette méthodologie s'appuie sur l'hypothèse que la société acquiert et cède des actifs, matérialisant ainsi certains impôts différés ;
- **l'ANR EPRA NDV** reflète la valeur revenant aux actionnaires de la société dans un scénario de cession de ses actifs, entraînant le règlement des impôts différés, la liquidation des instruments financiers et la prise en compte d'autres passifs pour leur montant maximum, le tout net d'impôts.

Nous nous référerons, dans le cadre de la présente Offre, à l'ANR EPRA NDV du Groupe, dans la mesure où ce dernier reflète au mieux la valeur revenant aux actionnaires de ce dernier, notamment compte tenu de la prise en compte des impôts différés, ces derniers devant être *in*

fine déduits de la valeur disponible dans l'hypothèse d'une rotation à long terme complète du portefeuille.

En l'absence de précision spécifique, l'ANR auquel il sera fait référence dans nos travaux d'évaluation correspondra à l'ANR EPRA NDV.

Dans le cas particulier du Groupe, l'ANR EPRA NDV correspond à l'actif net ressortant des états financiers. L'évolution de l'ANR EPRA NDV du Groupe entre 2018 et le S1 2024 est présentée dans le tableau ci-dessous :

EPRA Net Disposal Value							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	S1 2024
ANR IFRS (en m€)	492,4	517,9	468,2	471,3	497,9	484,8	468,6
<i>Retraitements</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
ANR EPRA NDV (en m€)	492,4	517,9	468,2	471,3	497,9	484,8	468,6
<i>Croissance (%)</i>	<i>n/a</i>	<i>5,2%</i>	<i>-9,6%</i>	<i>0,7%</i>	<i>5,6%</i>	<i>-2,6%</i>	<i>-3,3%</i>
<i>Nombre d'actions moyen pondéré (en m#)</i>	<i>27,2</i>	<i>28,3</i>	<i>29,2</i>	<i>30,5</i>	<i>32,4</i>	<i>32,4</i>	<i>32,4</i>
ANR EPRA NDV par action (en €)	18,12	18,28	16,06	15,43	15,36	14,94	14,44
<i>Croissance (%)</i>	<i>n/a</i>	<i>0,9%</i>	<i>-12,2%</i>	<i>-3,9%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>-3,3%</i>

Entre 2018 et 2019, l'ANR EPRA NDV augmente de manière soutenue, à hauteur de 5,2%, et passe de 492,4m€ à 517,9m€ ; les principaux éléments composant cette évolution sont d'une part un résultat net de la période de 23,7m€, correspondant à un résultat EPRA de 19,9m€, majoré de la variation nette positive de juste valeur des immeubles de placement d'environ 5,0m€, et minoré de la variation nette de juste valeur des instruments financiers de couverture d'environ -0,4m€, et de la quote-part nette du résultat net consolidé de la société Galimmo Châtelineau, retraitée des éléments non récurrents et non opérationnels, pour un montant de -0,8m€, et d'autre part la quote-part du dividende distribué sur la période en numéraire, d'un montant de -2,1m€ (le dividende distribué sur la période, d'un montant de 24,1m€, est majoritairement compensé par la quote-part de son paiement sous forme d'actions, qui entraîne une augmentation de capital de 22,0m€).

Nous précisons néanmoins que la distribution de dividende, qu'elle soit faite par émission d'action ou par paiement en numéraire, a un impact équivalent sur l'ANR EPRA NDV par action, étant précisé que le prix par action retenu dans le cadre de l'émission d'action est supposé correspondre à sa juste valeur. De ce fait, l'augmentation du nombre d'actions composant le capital du Groupe entraîne une augmentation de l'ANR EPRA NDV par action, qui passe de 18,12€ à 18,28€, de seulement 0,9%.

Entre 2019 et 2020, l'ANR EPRA NDV diminue fortement, à hauteur de -9,6%, et passe de 517,9m€ à 468,2m€ ; les principaux éléments composant cette évolution sont d'une part un résultat net de la période de -38,0m€, correspondant à un résultat EPRA de 14,2m€, minoré de la variation nette négative de juste valeur des immeubles de placement d'environ -50,0m€, de la variation nette de juste valeur des instruments financiers de couverture d'environ -0,4m€, et de la quote-part nette du résultat net consolidé de la société Galimmo Châtelineau, retraitée des éléments non récurrents et non opérationnels, pour un montant de -2,2m€, et d'autre part la quote-part du dividende distribué sur la période en numéraire, d'un montant de -12,1m€ (le dividende distribué sur la période, d'un montant de 25,1m€, est compensé par la quote-part de son paiement sous forme d'actions, qui entraîne une augmentation de capital de 13,0m€).

De ce fait, l'augmentation du nombre d'actions composant le capital du Groupe entraîne une diminution plus importante de l'ANR EPRA NDV par action (-12,2%), qui passe de 18,28€ à 16,06€.

Entre 2020 et 2021, l'ANR EPRA NDV est en légère augmentation de 0,7%, et passe de 468,2m€ à 471,3m€ ; les principaux éléments composant cette évolution sont d'une part un résultat net de la période de 4,4m€, correspondant à un résultat EPRA de 18,1m€, minoré de la variation nette négative de juste valeur des immeubles de placement d'environ -13,0m€, de la variation nette de juste valeur des instruments financiers de couverture d'environ -0,4m€, et de la quote-part nette du résultat net consolidé de la société Galimmo Châtelineau, retraitée des éléments non

récurrenents et non opérationnels, pour un montant de -0,5m€, et d'autre part la quote-part du dividende distribué sur la période en numéraire, d'un montant de -1,7m€ (le dividende distribué sur la période, d'un montant de 20,6m€, est majoritairement compensé par la quote-part de son paiement sous forme d'actions, qui entraîne une augmentation de capital de 18,9m€).

De ce fait, l'augmentation du nombre d'actions composant le capital du Groupe entraîne une décroissance de l'ANR EPRA NDV par action (-3,9%), qui passe de 16,06€ à 15,43€.

Entre 2021 et 2022, l'ANR EPRA NDV croît de façon significative (5,6%), et passe de 471,3m€ à 497,9m€ ; les principaux éléments composant cette évolution sont d'une part un résultat net de la période de 25,7m€, correspondant à un résultat EPRA de 23,3m€, majoré de la variation nette positive de juste valeur des immeubles de placement d'environ 4,0m€, et minoré de la variation nette de juste valeur des instruments financiers de couverture d'environ -0,5m€, et de la quote-part nette du résultat net consolidé de la société Galimmo Châtelineau, retraitée des éléments non récurrents et non opérationnels, pour un montant de -1,4m€, et d'autre part la quote-part du dividende distribué sur la période en numéraire, d'un montant de -0,2m€ (le dividende distribué sur la période, d'un montant de 21,6m€, est majoritairement compensé par la quote-part de son paiement sous forme d'actions, qui entraîne une augmentation de capital de 21,4m€).

De ce fait, l'augmentation du nombre d'actions composant le capital du Groupe entraîne une légère décroissance de l'ANR EPRA NDV par action (-0,4%), qui passe de 15,43€ à 15,36€.

Entre 2022 et 2023, l'ANR EPRA NDV décroît de façon modérée (-2,6%), et passe de 497,9m€ à 484,8m€ ; les principaux éléments composant cette évolution sont d'une part un résultat net de la période de -1,3m€, correspondant à un résultat EPRA de 18,8m€, minoré de la variation nette négative de juste valeur des immeubles de placement d'environ -16,0m€, de la variation nette de juste valeur des instruments financiers de couverture d'environ -2,5m€, et de la quote-part nette du résultat net consolidé de la société Galimmo Châtelineau, retraitée des éléments non récurrents et non opérationnels, pour un montant de -2,0m€, et d'autre part du dividende distribué sur la période, d'un montant de -11,9m€ (le dividende sur la période est distribué quasiment intégralement en numéraire).

Du fait de l'absence de distribution du dividende sous forme d'actions, l'ANR EPRA NDV par action évolue de façon symétrique à l'ANR EPRA NDV (-2,7%), et passe de 15,36€ à 14,94€.

Entre 2023 et le S1 2024, l'ANR EPRA NDV décroît de -3,3%, et passe de 484,8m€ à 468,6m€ ; les principaux éléments composant cette évolution sont d'une part le résultat net de la période de -4,4m€, correspondant à un résultat EPRA de 10,1m€, minoré de la variation nette négative de juste valeur des immeubles de placement d'environ -1,5m€, de la dépréciation des titres de la société Galimmo Châtelineau pour un montant de -12,7m€, et de la quote-part nette du résultat net consolidé de la société Galimmo Châtelineau, retraitée des éléments non récurrents et non opérationnels, pour un montant de -0,1m€, et majoré de la variation nette de juste valeur des instruments financiers de couverture d'environ 0,1m€, et d'autre part du dividende distribué sur la période, d'un montant de -11,9m€ (le dividende sur la période est distribué intégralement en numéraire).

Du fait de l'absence de distribution du dividende sous forme d'actions, l'ANR EPRA NDV par action évolue de façon symétrique à l'ANR EPRA NDV (-3,3%), et passe de 14,94€ à 14,44€.

L'évolution annuelle de l'ANR EPRA NDV du Groupe correspond schématiquement à la somme du résultat EPRA, particulièrement stable (voir section 1.2.7.2), de la variation nette de juste valeur des immeubles de placement, de la variation nette de juste valeur des instruments financiers de couverture, de la quote-part nette du résultat net consolidé de la société Galimmo Châtelineau, retraitée des éléments non récurrents et non opérationnels générés sur la période, et de la quote-part du dividende distribué en numéraire.

L'évolution annuelle de l'ANR EPRA NDV par action du Groupe comprend également, en plus des susmentionnés, l'augmentation du nombre d'actions composant le capital du Groupe du fait de la distribution de dividendes sous forme d'actions.

1.2.7.2 - Résultat EPRA du Groupe

Le résultat EPRA correspond au résultat net courant provenant uniquement des activités opérationnelles stratégiques.

Le calcul du résultat EPRA s'appuie sur le résultat net IFRS, duquel sont retraités des éléments non récurrents et non opérationnels, dont notamment :

- les variations de la juste valeur des actifs immobiliers et des autres actifs ;
- les gains ou pertes de cessions d'actifs immobiliers, de sociétés ou d'autres actifs ;
- les gains ou pertes, incluant les charges de dépréciation, sur cessions d'actifs financiers disponibles à la vente ;
- les impôts sur les plus ou moins-values de cession ;
- les variations de la juste valeur des instruments financiers dérivés ;
- les coûts de financement non récurrents ;
- les impôts différés et ajustements fiscaux non récurrents ;
- les charges et produits non opérationnels exceptionnels.

Les résultat EPRA générés sur la période allant de 2018 à 2023, ainsi que sur le premier semestre 2024, sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Résultat EPRA							
En m€	2018	2019	2020	2021	2022	2023	S1 2024
Résultat net de la période en IFRS	23,9	23,7	-38,0	0,0	0,0	0,0	-4,4
Variation de valeur des immeubles de placement et des autres actifs	-7,9	-6,6	67,0	17,3	-5,5	21,2	2,0
Gains ou pertes sur cessions d'actifs ou de sociétés et autres cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Gains ou pertes incluant charges pour dépréciation sur cessions d'actifs financiers disponibles à la vente	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,7
Impôts sur les plus ou moins-values de cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Variation de valeur des instruments financiers et frais d'annulation des dérivés	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	3,2	-0,1
Impôts différés résultant des ajustements EPRA	1,9	1,6	-17,4	-4,6	1,3	-6,3	-0,6
Ajustements sur les coentreprises	0,0	0,8	2,2	0,5	1,4	2,0	0,1
Résultat EPRA en m€	18,4	19,9	14,2	18,1	23,3	18,8	10,1

Le résultat EPRA du Groupe est particulièrement stable sur la période historique allant de 2018 à 2023, se situant quasiment systématiquement dans une fourchette comprise entre 18,0m€ et 20,0m€, excepté pour les années 2020 et 2022.

Sur l'année 2020, le résultat EPRA se situe particulièrement en retrait et s'élève à 14,2m€, principalement en raison de la survenance de la Covid-19, qui engendré au niveau du Groupe une baisse importante des loyers locatifs bruts, avec des abandons de loyers consentis aux locataires, pour un montant de 5,0m€, des revenus liés aux clauses de variables des baux et aux et à l'activité de *Specialty Leasing*, pour un montant de 1,0m€, ainsi que des loyers locatifs nets, qui ont subi la hausse du coût du risque, pour un montant de 1,6m€, en plus des éléments susmentionnés.

Nous précisons par ailleurs que l'impact des différents éléments susmentionnés doit être netté de l'impôt afférent (l'agrégat présenté étant un résultat net).

Sur l'année 2021, le résultat EPRA s'élève à 18,1m€ et revient à un niveau comparable à celui de 2018, mais reste en retrait de celui de 2019, avec un impact sur les loyers locatifs nets encore dû la hausse du coût du risque, pour un montant de 1,6m€ ; l'année 2021 étant encore marquée par l'impact de la Covid-19.

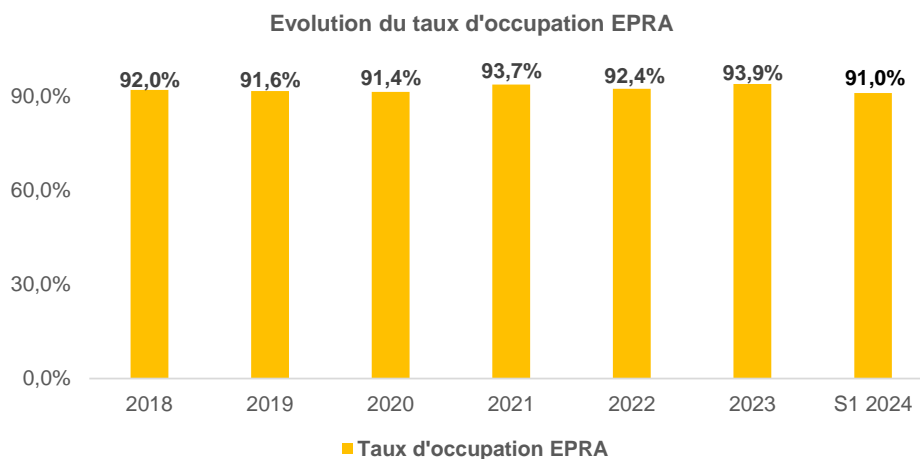
Sur l'année 2022, le résultat EPRA s'élève à 23,3m€, en croissance significative en rapport des résultats ERA de la période historique, en raison du retour à la normale de l'activité et de l'importante décompression du coût du risque, pour un montant de 3,6m€.

Sur l'année 2023, le résultat EPRA s'élève à 18,8m€, et baisse sur la période pour retrouver des niveaux comparables aux niveaux historiques hors impact de la Covid-19 et de la variation du coût du risque.

1.2.7.3 - Taux d'occupation EPRA du Groupe

Le taux d'occupation EPRA représente le pourcentage de valeur locative de marché des surfaces occupées en rapport de la valeur locative de marché des surfaces totales. Il est calculé en excluant les surfaces maintenues en situation de vacance stratégique dans le cadre de la mise en œuvre des programmes de rénovation/restructuration/extension.

Les taux d'occupation EPRA sur la période allant de 2018 à 2023, ainsi que sur le premier semestre 2024 sont présentés dans le tableau ci-dessous :



Si le taux d'occupation EPRA du Groupe est important et reste relativement stable sur l'ensemble de la période, démontrant notamment la capacité du Groupe à commercialiser les nouvelles surfaces disponibles à la suite de la mise en œuvre de travaux d'extension et de rénovation, ainsi qu'à renouveler son portefeuille de baux commerciaux, il existe de fortes disparités entre les actifs des sites *Shopping* et ceux des sites *Proximité*.

En effet, tandis que le taux d'occupation EPRA des sites *Shopping* se situe entre 94,9% et 96,6% sur la période couvrant les années 2018 à 2023, le taux d'occupation EPRA des sites *Proximité* se situe entre 78,7% et 86,4%.

Le différentiel de taux existant entre les deux périmètres correspond à la différence d'attractivité des sites, principalement liée aux conditions locatives existantes, à la localisation, et au potentiel de génération de trafic.

1.2.7.4 - Taux de rendement EPRA du Groupe

Le taux de rendement EPRA est issu du ratio des loyers annuels nets théoriques sur la valeur du portefeuille d'actifs (y compris les coûts d'acquisition tels que les frais de transactions et impôts).

Ce taux de rendement EPRA comprend également la quote-part de la société Galimmo Châtelineau, à hauteur du pourcentage de détention du Groupe à son capital.

Deux taux de rendement EPRA sont extériorisés par le Groupe :

- le taux de rendement initial net (*EPRA NIY*), correspondant à une estimation du rendement immobilier fondée sur les loyers actuels, pouvant inclure des incitations locatives ;
- le taux de rendement initial net majoré (*EPRA Topped-up NIY*), correspondant à une estimation du rendement immobilier moins conservatrice avec une vision sur le long-

terme. Ce taux est ainsi fondé sur les loyers qui seront perçus une fois que les incitations ponctuelles auront expiré.

Les taux de rendement EPRA sur la période allant de 2018 à 2023, ainsi que sur le premier semestre 2024, sont présentés dans le tableau ci-dessous :

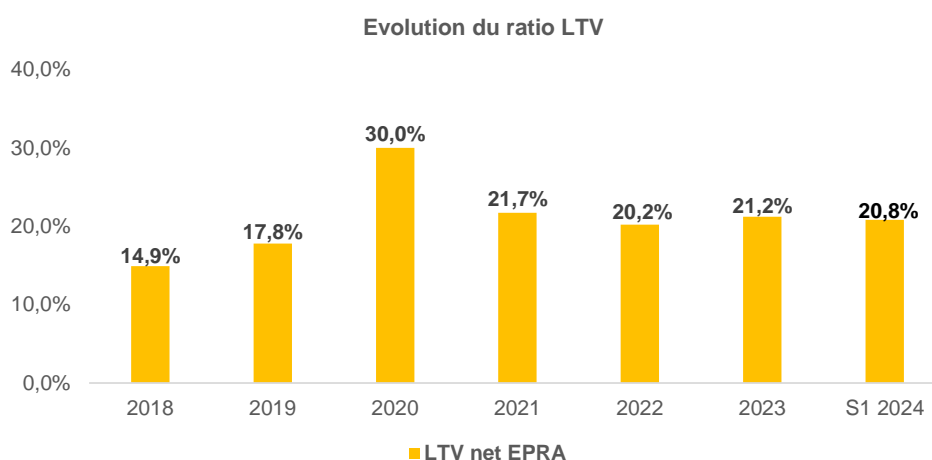
Taux de rendement EPRA							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	S1 2024
Valeur du portefeuille d'actifs achevés droits inclus (en m€)	743,3	809,8	742,2	748,9	799,5	787,0	787,4
Loyers annualisés nets (en m€)	40,2	42,8	41,7	42,0	46,8	49,3	49,4
Loyers annualisés nets majorés (en m€)	41,4	44,0	42,6	44,0	48,8	50,9	50,4
Taux de rendement initial net (EPRA NIY)	5,4%	5,3%	5,6%	5,6%	5,9%	6,3%	6,3%
Taux de rendement net majoré (EPRA topped-up NIY)	5,6%	5,4%	5,8%	5,9%	6,1%	6,5%	6,4%

L'analyse des taux de rendement EPRA sur la période permet de constater d'une part que le taux de rendement initial net et le taux de rendement initial net majoré sont très proches, démontrant la capacité du Groupe à valoriser ses surfaces locatives sans procéder à d'importants efforts d'incitations ponctuelles auprès de ses clients locataires, et d'autre part que la stratégie de valorisation par le Groupe de ses surfaces locatives au travers de la mise en œuvre de travaux d'extension et de rénovation a permis d'améliorer la rentabilité de ses actifs.

1.2.7.5 - Ratio Loan-to-Value EPRA du Groupe

Le ratio Loan-to-Value EPRA ou LTV EPRA correspond au ratio de dette sur valeur des actifs immobiliers (hors droits). L'endettement net est divisé par la juste valeur des immeubles de placement additionnée des actifs incorporels et des actifs financiers.

Les ratios Loan-to-Value EPRA sur la période allant de 2018 à 2023, ainsi que sur le premier semestre 2024, sont présentés dans le tableau ci-dessous :



Hors prise en compte de l'année 2020, qui subit une importante baisse de la valeur du portefeuille immobilier augmentant mécaniquement le ratio Loan-to-Value EPRA, ce dernier est relativement modéré et particulièrement stable sur l'ensemble de la période.

La stabilité et le niveau modéré du ratio Loan-to-Value EPRA extériorisent la politique de gestion prudente du Groupe, qui investit de façon majoritaire à l'aide des flux de trésorerie générés par son activité, et procède de façon extrêmement parcellaire à des opérations d'acquisitions de centres commerciaux, privilégiant les opérations d'extension et de rénovation de ses galeries commerciales.

1.3 - Contexte et opération envisagée

1.3.1 - Contexte et motifs de l'offre

Le 12 juillet 2023, l'Initiateur et le groupe Louis Delhaize ont signé une promesse d'achat d'actions portant sur l'acquisition par l'Initiateur de :

- l'intégralité des titres de la société Galimmo SCA détenus par la société Delparef, soit 23.827.049 actions représentant 73,43 % du capital de la société Galimmo SCA, et autant de droits de vote ;
- l'intégralité des titres de la société Galimmo SCA détenus par la société Galimmo Real Estate, soit 6.220.223 actions représentant 19,17 % du capital de la société Galimmo SCA, et autant de droits de vote ;
- l'intégralité des titres de la société Galimmo Services France, détenus par la société Galimmo Real Estate, soit 10.000 actions représentant 100,00% du capital et autant de droits de vote ; la société Galimmo Services France étant l'associé commandité unique de la société Galimmo SCA et détenant directement 76.735 actions, représentant 0,24% du capital de la société Galimmo SCA, et autant de droits de vote.

La signature de la promesse d'achat d'actions a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par l'Initiateur le jour même.

Le 15 septembre 2023, l'Initiateur et le groupe Louis Delhaize ont conclu un contrat de cession du Bloc de Contrôle. En parallèle, le groupe Carrefour et le groupe Louis Delhaize ont conclu un contrat de cession (ci-après le « Contrat de Cession Carrefour ») portant sur l'acquisition par le groupe Carrefour de l'intégralité des titres composant le capital des sociétés Delparef et Provera France qui exploitent les magasins sous enseignes Cora et Match en France (ci-après la « Transaction Carrefour »).

En parallèle de l'acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur, en qualité de promettant, et la société Primonial Capimmo, en qualité de bénéficiaire, ont conclu, le 28 juin 2024, la Promesse d'Achat portant sur l'intégralité des 2.263.714 actions de la société Galimmo SCA détenues par la société Primonial Capimmo, représentant environ 6,98 % du capital de la société Galimmo SCA, et autant de droits de vote.

La Promesse d'Achat a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par l'Initiateur en date du 1^{er} juillet 2024.

La Promesse d'Achat, qui était exerçable par la société Primonial Capimmo au plus tard le 30 juillet 2024 inclus pour un prix de 11,93€ par action, a été exercée en date du 25 juillet 2024.

Ainsi, à la date du dépôt de la note d'information, l'Initiateur détient 32.387.721 actions la société Galimmo SCA, représentant 99,82 % de son capital, et autant de droits de vote.

Le dépôt de l'Offre fait suite au franchissement direct et indirect en hausse par l'Initiateur du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la société Galimmo SCA, résultant de la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle en date du 1^{er} juillet 2024.

Le projet d'Offre s'inscrit dans le cadre d'un projet global de l'Initiateur de rationalisation de l'actionnariat de la société Galimmo SCA. À cet égard, et comme indiqué dans son communiqué de presse en date du 1^{er} juillet 2024, l'Initiateur souhaite mettre en œuvre, si nécessaire, un Retrait Obligatoire à la suite de la réalisation de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

1.3.2 - Termes de l'Offre

À la date du dépôt de la note d'information, l'Initiateur détient, directement et indirectement, 32.387.721 actions de la société Galimmo SCA, représentant 99,82 % de son capital, et autant de droits de vote.

L'Offre vise la totalité des actions de la société Galimmo SCA non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date des présentes, soit, à la connaissance de ce dernier, un nombre total de 59.005 actions ordinaires, correspondant à la totalité des actions existantes de la société Galimmo SCA non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur.

À la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis ou droit conféré par la société Galimmo SCA pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, à son capital ou à ses droits de vote, autres que les actions ordinaires existantes de la société Galimmo SCA.

Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la société Galimmo SCA pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, à son capital ou à ses droits de vote.

L'Offre est présentée par Mediobanca Banca di Credito Finanziario (ci-après l'« Établissement Présentateur »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne sera pas réouverte en application de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF.

À l'issue de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, la procédure de Retrait Obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier sera mise en œuvre. Dans le cadre de ce Retrait Obligatoire, les actions de la société Galimmo SCA qui n'auraient pas été apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix de l'Offre, soit 14,83 euros par action.

2 - Présentation de l'expert indépendant

2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 8ème rang avec 40.000 associés et collaborateurs dans plus de 150 pays au travers de 750 bureaux. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global.

Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit, l'évaluation, les transaction services et l'accompagnement comptable/contrôle interne.

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale et Environnementale, notamment au travers de ses deux filiales spécialisées : Sustainable Metrics (agence de conseil et d'études RSE et développement durable) et Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil).

2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des valeurs de marché.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre

d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » dont la sortie chez DALLOZ est prévue au second semestre 2024.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport.

Olivier Grivillers est associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance auprès de la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP. Il est également membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, Ordre des experts comptables).

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Benjamin Dusautoir, Manager, diplômé du Master de Finance de l'ESSEC, titulaire du Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion ainsi que de deux niveaux du CFA. Il a rejoint Crowe HAF en novembre 2023 après une première expérience au sein d'un autre cabinet d'évaluation ;
- Inès Meflah, Superviseur, diplômée du Master Grande Ecole de NEOMA Business School (spécialisation Finance d'Entreprise). Elle a rejoint Crowe HAF en novembre 2021 après une première expérience de 3 ans sur des missions d'expertise indépendante au sein d'une autre structure ;
- Quentin Pinon, Analyste, diplômé du Master Evaluation et Transmission d'Entreprise de l'Université Lumière Lyon 2. Il a rejoint Crowe HAF en février 2022 où il a effectué de nombreuses missions d'évaluation financière.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de près de 25 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF.

2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Quatre missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Osmozis SA initiée par la société Passman Corp (Juin 2024, Etablissement présentateur : CM-CIC)
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Rachat d'Actions visant les actions de la société Voyageurs du Monde (Juin 2024, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la Société Keyrus initiée par la société K Eagle Investment (Mars 2023, Etablissement Présentateur : Banque Degroof Petercam) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Theradiag par la société Biosynex (Octobre 2022, Etablissement Présentateur : Banque ODDO BHF).

2.3 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont pas conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Galimmo SCA au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'Etablissement Présentateur.

2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 80.000€, hors taxes et hors frais.

2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 320 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management du Groupe, Etablissement Présentateur...);
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale.

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel le Groupe opère ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan, notamment le patrimoine immobilier, et au compte de résultat ;
- analyse détaillée des principaux indicateurs EPRA.

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du Prix d'Offre

Description des méthodes retenues et écartées :

Méthode de l'actif net réévalué (méthode retenue à titre principal)

- analyse des rapports d'évaluation des experts immobiliers au 30 juin 2024 ;
- analyse des éléments de passage entre l'ANR et l'ANR EPRA NDV du Groupe, et de leur conformité avec les directives de l'EPRA ;
- analyse de l'impact des opérations intervenues en lien avec l'acquisition du Bloc de Contrôle sur l'ANR du Groupe, notamment la cession des titres de la société Foncibel ;
- évaluation des titres de la société Galimmo SCA par la méthode de l'actif net réévalué.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables au Groupe ;
- analyse du patrimoine immobilier et de sa répartition géographique, de l'évolution de la génération de revenus, et des principaux indicateurs EPRA des comparables boursiers et mise en perspective avec ceux du Groupe ;
- extériorisation des multiples des comparables boursiers, sur la base des derniers ANR EPRA NDV publiés et des cours de bourse au 30 août 2024 ;
- évaluation des titres de la société Galimmo SCA par analogie en fonction des multiples obtenus.

Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe (méthode retenue à titre principal)

- analyse du prix par action ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle,
- analyse des potentiels compléments de prix existant aux termes et conditions du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle,
- analyse du prix par action ressortant de l'exercice de la promesse d'Achat,
- analyse des potentiels compléments de prix existant aux termes et conditions de la Promesse d'Achat,
- évaluation des titres de la société Galimmo SCA par référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre indicatif)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;

- analyse des principales variations du cours de bourse ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Référence à l'actif net comptable (méthode écartée)

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode écartée)

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)

- analyse des offres publiques intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère le Groupe, et impliquant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Méthode d'actualisation des dividendes futurs (méthode écartée)

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour les actions de la société Galimmo SCA ;
- appréciation du prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur

VI Analyse des éléments connexes à l'Offre

VII Réunions et entretiens avec le management du Groupe sur l'avancée des travaux de l'expert

VIII Analyse des observations écrites des actionnaires

IX Rédaction du rapport d'évaluation

X Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation du Groupe objet de l'Offre

XI Revue indépendante

XII Présentation des conclusions au Conseil de Surveillance de Galimmo

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil de Surveillance de la société Galimmo SCA a décidé le 23 juillet 2024 à l'unanimité de ses membres de nommer le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant. Cette nomination a été soumise à l'AMF qui ne s'y est pas opposée en application de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF.

Notre mission s'est déroulée du 23 juillet 2024 au 5 septembre 2024. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 23 juillet au 30 juillet 2024 : prise de connaissance et analyse du contexte. Analyse des données historiques.
 - o Echange avec madame Patricia Damerval, membre du Conseil de Surveillance de la société Galimmo SCA ;
 - o Echange avec madame Marie Cheval, Présidente Directrice Générale de l'Initiateur et du Conseil de Surveillance de la société Galimmo SCA ;
 - o Echanges avec la direction financière du Groupe, l'Etablissement Présentateur et le Conseil Juridique du Groupe ;

- Echange avec la direction financière du Groupe sur les états financiers historiques ;
- Analyse de la performance financière historique du Groupe.
- du 30 juillet 2024 au 26 août 2024 : Réalisation des travaux de valorisation.
 - Echange informels (mails, appels) avec la direction financière du Groupe, l'Etablissement Présentateur et le Conseil Juridique du Groupe ;
 - Recherche et analyse des comparables boursiers et transactions comparables ;
 - Analyse des ANR EPRA du Groupe ;
 - Analyse de la liquidité et du cours de bourse ;
 - Analyse des éléments connexes à l'Offre.
- du 26 août au 5 septembre 2024 : rédaction du rapport, revue indépendante, présentation du rapport au Conseil de Surveillance de la société Galimmo SCA.

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Galimmo (Groupe objet de l'Offre)

- Mme Patricia Damerval, Membre du Conseil de Surveillance de Galimmo
- M. Thomas Hainez, Directeur Financier de Galimmo

Carmila (Initiateur)

- Mme Marie Cheval, Présidente Directrice Générale de Carmila

Mediobanca (Etablissement Présentateur)

- M. Nicolas de Gastines, *Managing Director*
- M. Clément Mallet de Chauny, *Analyst*
- M. Thibaud Thevenin, *Analyst*

Cabinet Darrois Villey Maillot Brochier (Conseil juridique de Galimmo)

- M. Christophe Vinsonneau, *Associé*
- M. Thibault Verron, *Collaborateur*

2.6.4 - Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- les études récentes sur le secteur de l'immobilier et plus particulièrement de l'immobilier de commerce publiées par le CBRE (CBRE - Figures, Investissement France, T4 2023), par BNP Paribas Real Estate (At A Glance Commerce, T1 2024) et par Cushman & Wakefield (MarketBeat Investments France, T1 2024),
- les informations publiques sur le Groupe, notamment sur son site internet (présentation de la société et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- les rapports financiers annuels, intégrant les états financiers historiques du Groupe, au 31 décembre 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023, et le rapport financier semestriel, intégrant les états financiers historiques du Groupe, au 30 juin 2024,

- les rapports (rapport sur les comptes consolidés) des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023, et au titre de la clôture semestrielle au 30 juin 2024,
- les informations fournies par le Groupe et notamment les rapports d'évaluation du patrimoine immobilier par les experts indépendants en date du 30 juin 2024,
- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social du Groupe et les droits de vote au 30 juin 2024,
- les informations de marché diffusées par la base de données financières Capital IQ et Euronext, notamment les cours boursiers historiques du Groupe et des sociétés comparables, pour la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers, et les impacts du retraitement du dividende sur le cours de bourse du Groupe, pour l'analyse du cours de bourse,
- les informations diffusées par la base de données financières de l'AMF, notamment les notes en réponse, intégrant les rapports des experts indépendants, relatives aux opérations d'offres publiques sur des sociétés intervenant dans le secteur d'activité du Groupe, et impliquant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, dans le cadre de l'analyse des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité du Groupe, notamment les rapports financiers annuels et semestriels, intégrant les états financiers historiques des comparables boursiers,
- la note d'information relative à la présente Offre,
- les contrats relatifs aux éléments connexes à l'Offre, notamment le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle et la Promesse d'Achat,
- le rapport d'évaluation de Mediobanca intégrant les éléments d'appréciation du Prix d'Offre établis par l'Etablissement Présentateur.

2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF qui a par ailleurs déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

3 - Eléments d'appréciation du Prix d'Offre

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté le nombre d'actions retenu dans notre analyse, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

3.1 - Structure du capital et nombre d'actions

Le nombre d'actions total composant le capital du Groupe au 30 juin 2024 s'élève à 32.446.726, tel que présenté dans le tableau en section 1.2.4.

En l'absence de l'existence d'actions en autodétention et d'instruments pouvant donner accès directement ou indirectement au capital du Groupe, nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation un nombre d'actions correspondant au nombre d'actions total composant le capital du Groupe à cette date.

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- référence à l'actif net comptable,
- méthode des flux de trésorerie actualisés,
- méthode des transactions comparables,
- méthode d'actualisation des dividendes futurs,
- référence aux objectifs de cours des analystes.

3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)

L'actif net comptable, qui consiste à estimer la valeur d'une société sur la base de sa situation nette comptable, n'est généralement pas représentative de dans la mesure où la majorité des éléments d'actifs et de passifs sont comptabilisés à leur coût d'acquisition amorti en vertu du principe du nominalisme, qui ne représente pas leur juste valeur.

A cas d'espèce, et dans la mesure où l'ensemble des actifs et passifs du Groupe, notamment les immeubles de placement compris au niveau de son actif économique et les éléments de dette financière nette compris au niveau de son passif financier, correspondent à leur juste valeur du fait des particularités de la comptabilisation en normes IFRS sur le secteur des foncières, l'ANC du Groupe correspond à son ANR.

La référence à l'ANC a de ce fait été exclue de notre analyse du fait de sa redondance avec la méthode de l'ANR EPRA NDV, que nous retenons à titre principal.

3.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net et ceci en retenant une valeur terminale, dont le calcul repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Au cas d'espèce, nous n'avons pas pu mettre en œuvre cette méthode en raison de l'absence de communication d'un plan d'affaires aux bornes du Groupe.

Néanmoins, dans la mesure où les experts immobiliers retiennent *in fine* une approche intrinsèque pour évaluer les immeubles de placement, qui sont comptabilisés par le Groupe à leur juste valeur à l'actif, l'application de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie serait redondante avec la méthode de l'ANR EPRA NDV, que nous retenons à titre principal.

La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.3 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société évaluée la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues au cours des trois dernières années relatives à des sociétés comparables au Groupe en France, et impliquant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

La dernière offre publique identifiée impliquant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire en France, relative à Société Foncière Lyonnaise (juin 2021) est antérieure au délai cible de 3 ans.

En raison de l'antériorité des transactions comparables ressortant de notre analyse, nous avons décidé d'exclure la méthode.

3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Au cas d'espèce, nous n'avons pas pu mettre en œuvre cette méthode en raison de l'absence de communication d'un plan d'affaires aux bourses du Groupe, qui aurait permis d'extérioriser sa capacité distributive prospective, mais également de l'absence de définition par le Groupe d'une politique de distribution récurrente et prévisible.

La référence à la méthode d'actualisation des dividendes futurs a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.5 - Référence aux objectifs de cours des analystes

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

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur du titre de la société Galimmo SCA ne faisant l'objet d'un suivi par aucun analyste financier.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- méthode de l'actif net réévalué (ANR) (à titre principal),
- méthode des comparables boursiers (à titre principal),
- référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe (à titre principal),
- référence au cours de bourse (à titre indicatif).

3.3.1 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR) (à titre principal)

A l'instar des autres sociétés immobilières cotées, le Groupe publie semestriellement son ANR NDV au format préconisé par l'EPRA. En raison de la qualité de sa communication financière, et notamment de l'adéquation de la présentation de ses indicateurs clés avec les standards EPRA, le Groupe a obtenu en 2022 et 2023 l'EPRA *Gold Award*.

Comme présenté en section 1.2.7.1, l'ANR EPRA NDV reflète la cristallisation de la valeur du Groupe revenant aux actionnaires en raison de la mise en juste valeur de l'ensemble de ses actifs et passifs net d'impôts. A ce titre, il constitue une référence pertinente d'évaluation dans le cadre de l'analyse de la valeur du Groupe.

Dans la mesure où le Groupe est une foncière de commerce, quasiment l'intégralité de l'actif présent à son bilan consolidé est constituée de son patrimoine immobilier, qui représente un montant de 556,0m€ net des passifs d'impôts différés sur les plus-values latentes, sur un montant total d'actif retraité du prêt en compte-courant de la société Foncibel au profit de la société Galimmo Châtelineau, y compris intérêts courus, de 558,2m€.

Ainsi, l'ANR du Groupe correspond schématiquement à la valeur de son patrimoine immobilier, minorée de la valeur de son endettement financier net (correspondant ici à la valeur de l'emprunt hypothécaire minorée de la valeur de la trésorerie et des équivalents de trésorerie et de la valeur du prêt en compte-courant de la société Foncibel au profit de la société Galimmo Châtelineau, y compris intérêts courus).

Au cas d'espèce, l'ensemble des immeubles composant le patrimoine immobilier du Groupe fait l'objet d'une évaluation semestriellement par deux experts indépendants (Cushman & Wakefield et BNP Paribas Real Estate Valuation), nommés à la suite d'un appel d'offres lancé au cours de l'année 2021 (voir section 1.2.4.3).

S'il n'entrait pas dans le périmètre de notre mission de procéder à une nouvelle évaluation des immeubles de placement composant le patrimoine immobilier du Groupe, nous nous sommes assurés de la cohérence (i) de la méthodologie mise en place par les experts, (ii) des paramètres retenus pour procéder aux travaux d'évaluation, et (iii) des valeurs obtenues par la mise en œuvre de méthodes de recoupement avec celles retenues.

Ces vérifications nous ont notamment permis de nous assurer que l'évaluation du patrimoine immobilier du Groupe, telle que retranscrite dans les comptes consolidés du Groupe, était bien représentative de sa juste valeur, et qu'il n'existait à ce titre pas d'éléments susceptibles de constituer *in fine* de potentielles accréctions de valeur sur l'ANR EPRA NDV du Groupe, et qui ne soient pas pris en compte.

3.3.1.1 - ANR EPRA NDV au 30 juin 2024

Il ressort des comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2024 que son ANR s'élève à 468,6m€.

Comme présenté au §1.2.7.1, l'ANR du Groupe correspond à son ANR EPRA NDV. En effet :

- il n'existe pas d'instruments pouvant donner accès directement ou indirectement au capital ;
- il n'existe pas d'immeubles de placement faisant l'objet d'une évaluation par la méthode des coûts en vertu des dispositions de la norme IAS 40, pour lesquels une réévaluation en juste valeur serait nécessaire ;
- les impôts différés passifs sur les plus-values latentes du patrimoine immobilier font bien l'objet d'une comptabilisation (il n'existe pas d'impôts différés passifs relatifs à des moins-values latentes) ;
- il n'existe pas d'autres actifs non courants pour lesquels une réévaluation en juste valeur serait nécessaire ;
- il n'existe pas de baux de locataires détenus en tant que contrats de location-financement, pour lesquels une réévaluation en juste valeur serait nécessaire ;
- il n'existe pas de biens immobiliers destinés à la vente, pour lesquels une réévaluation en juste valeur serait nécessaire ;
- les instruments financiers du Groupe, qui correspondent ici à la couverture de taux déqualifiée à la suite de l'annonce d'un accord entre l'Initiateur et les filiales du groupe Louis Delhaize concernant l'acquisition du Bloc de Contrôle, font bien l'objet d'une comptabilisation en juste valeur ;
- il n'existe ni goodwill résultant d'opérations de croissance externe, ni impôts différés reconnus dans le cadre de la mise en œuvre d'exercices d'allocation de prix d'acquisition, qui devraient être retraités ;
- il n'existe pas de dette à taux fixe qui devrait faire l'objet d'une réévaluation (l'ensemble de la dette du Groupe ayant été contracté à taux variable) ;
- le patrimoine immobilier inscrit au bilan du Groupe est évalué hors droits de mutation, qui devraient dans le cas contraire être retraités.

Ainsi, l'ANR EPRA NDV du Groupe au 30 juin 2024 que son ANR s'élève également à 468,6m€.

En tenant compte du nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation, soit 32.446.726, l'ANR EPRA NDV par action du Groupe ressort à 14,44€ au 30 juin 2024.

Le Prix d'Offre de 14,83€ induit une prime de 2,7% sur la valeur de l'ANR EPRA NDV par action du Groupe à cette date.

3.3.1.2 - ANR EPRA NDV ajusté au 30 juin 2024

Le *closing* de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle au capital du Groupe par l'Initiateur auprès des sociétés Delparef, Galimmo Real Estate et Galimmo Services France, filiales du groupe Louis Delhaize (étant rappelé que l'ensemble des titres de la société Galimmo Services France ont été acquis par l'Initiateur, et que celle-ci n'est dès lors plus une filiale du groupe Louis Delhaize), est intervenu en date du 1^{er} juillet 2024.

Au termes et conditions de ce contrat (voir l'analyse en section 5.1), le Groupe a procédé lors du *closing* à la cession (i) de 2.019.999 actions de la société Foncibel, représentant 99,99% du nombre d'actions composant son capital, au profit du groupe Louis Delhaize et des filiales restant dans son périmètre, pour un montant de 13,0m€, ainsi que (ii) du prêt consenti par le Groupe à la société Foncibel, pour un montant correspondant à son nominal (63,5m€) augmenté des intérêts capitalisés jusqu'à la date de cession.

Bien que l'opération soit intervenue à une date postérieure à la clôture des comptes semestriels du Groupe, et dans la mesure où l'ensemble des dispositions relatives à cette cession étaient connues lors de l'établissement des comptes semestriels au 30 juin 2024, sa survenance a impacté l'ANR EPRA NDV du Groupe.

En effet, la cession de la société Foncibel, dont nous rappelons qu'elle constitue une pure holding financière de détention de la participation minoritaire de 15% au capital de la société Galimmo

Châtelineau, a entraîné la comptabilisation au niveau du Groupe d'une dépréciation de cette participation minoritaire pour un montant de 12,7m€, matérialisant la différence entre sa valeur comptable au bilan du Groupe (14,2m€) et sa valeur implicite de cession (1,5m€) permettant d'égaliser les titres de Foncibel à un montant de 13,0m€.

Retraité des effets de la cession des titres de la société Foncibel à un prix inférieur à leur valeur comptable, l'ANR EPRA NDV ajusté du Groupe s'élève à 481,3m€ au 30 juin 2024.

En tenant compte du nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation, soit 32.446.726, l'ANR EPRA NDV ajusté par action du Groupe ressort à 14,83€ au 30 juin 2024.

Le Prix d'Offre de 14,83€ correspond à la valeur de l'ANR EPRA NDV ajusté par action du Groupe à cette date.

3.3.2 - Méthode des comparables boursiers (retenue à titre principal)

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats du Groupe les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode, qui constitue une référence de valorisation usuelle et connue des investisseurs et actionnaires, dans la mesure où les sociétés identifiées présentent des activités proches de celles du Groupe en tant que foncières françaises cotées exploitant un patrimoine composé majoritairement de centres commerciaux.

Nous précisons néanmoins que, comme indiqué en section 1.2.5.2, le Groupe constitue l'unique entité du secteur des foncières cotées en France qui a choisi de ne pas opter pour le régime SIIC.

3.3.2.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

Le Groupe est une foncière immobilière dont le patrimoine immobilier est exclusivement constitué de centres commerciaux, de façon majoritaire, et de centres de commerce de proximité, et dont la finalité est de détenir un ensemble immobilier attenant à des surfaces commerciales de groupe alimentaire (au cas d'espèce le groupe Cora).

Nous avons dans un premier temps procédé à l'analyse d'un panel d'acteurs cotés en tenant compte de leur activité ainsi que des critères suivants :

- une cotation en France,
- une activité centrée sur les commerces dans le secteur foncier immobilier,
- une stratégie de détention d'un patrimoine exclusivement attenant à des surfaces commerciales de groupe alimentaire ;
- une majorité du patrimoine immobilier implantée dans un premier temps en France, et dans un second temps en Europe ;
- un suivi de la société par au moins deux analystes.

Ces recherches nous ont permises d'extérioriser un échantillon constitué de deux sociétés (ci-après l'« Echantillon Restreint »), présenté ci-dessous :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2023 (en m€)
Carmila S.A.	France	2 366	342
Mercialys SA	France	1 097	171
Moyenne		1 731	257

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 30/08/2024

- Carmila est une société immobilière française créée en avril 2014 à la suite du rachat par le groupe Carrefour des centres commerciaux appartenant au groupe Klépierre et par l'apport de certains centres commerciaux de Carrefour Property. Carmila est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est établi à 342m€ en 2023.
- Mercialys est une société immobilière française spécialisée dans la détention, la gestion et la transformation d'espaces commerciaux en anticipation des tendances de consommation, pour compte propre comme pour compte de tiers. La société a été créée en 2005 en tant que filiale foncière du groupe Casino. Elle a été introduite en bourse en août 2005. Mercialys est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est établi à 171m€ en 2023.

Dans la mesure où l'Echantillon Restreint est composé d'un nombre particulièrement limité de sociétés, nous avons décidé d'inclure dans un échantillon plus large (ci-après l'« Echantillon Elargi »), et uniquement à titre de recoupement, des sociétés foncières dont la stratégie de détention du patrimoine n'était pas exclusivement tournée vers des actifs appartenant à des surfaces commerciales de groupe alimentaire.

Nous avons retenu dans l'application de la méthode des multiples boursiers uniquement le multiple moyen ressortant de l'Echantillon Restreint.

Les sociétés supplémentaires incluses dans l'Echantillon Elargi sont présentées dans le tableau ci-dessous :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2023 (en m€)
Unibail-Rodamco-Westfield SE	France	9 617	1 793
Klépierre SA	France	7 599	1 034
Moyenne		8 608	1 414

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 30/08/2024

- Unibail-Rodamco-Westfield est une société immobilière française principalement spécialisée dans les centres commerciaux. Elle possède, développe et gère un portefeuille d'actifs immobiliers comprenant des centres commerciaux, des bureaux et des centres de congrès dans des régions clés d'Europe et des États-Unis. Unibail-Rodamco-Westfield est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est établi à 1,7mds€ en 2023.
- Klépierre est une société immobilière française possédant un patrimoine uniquement constitué de centres commerciaux. Son activité consiste à développer et gérer un portefeuille d'actifs immobiliers majoritairement en Europe. Klépierre est cotée sur Euronext Paris et son chiffre d'affaires s'est établi à 1,0md€ en 2023.

3.3.2.2 - Analyse des comparables boursiers

La décomposition du patrimoine immobilier des sociétés incluses dans l'Echantillon Elargi au 31 décembre 2023 est présentée dans le tableau en page suivante.

Comparables boursiers - Typologie des biens en valeur				
En %	Grands centres régionaux	Centres locaux de proximité	Autres sites (bureaux, etc.)	Total
<i>Carmila S.A.</i>	79,0%	21,0%	0,0%	100,0%
<i>Mercialys SA</i>	84,6%	14,9%	0,5%	100,0%
<i>Unibail-Rodamco-Westfield SE</i>	80,0%	0,0%	20,0%	100,0%
<i>Klépierre SA</i>	100,0%	0,0%	0,0%	100,0%
Moyenne de l'échantillon restreint	81,8%	18,0%	0,3%	100,0%
Moyenne de l'échantillon élargi	85,9%	9,0%	5,1%	100,0%
Galimmo	79,0%	21,0%	0,0%	100,0%

Sources : Documents d'Enregistrement Universel des sociétés au 31/12/2023

Les parcs immobiliers des sociétés sont majoritairement constitués de grands centres régionaux et de centres locaux de proximité, ce qui les rend comparables aux actifs détenus par le Groupe (galeries marchandes, commerces de proximité, etc.). La société Unibail-Rodamco présentée dans l'échantillon élargi possède un parc immobilier plus diversifié que les autres entreprises de l'échantillon, incluant une part significative de bureaux et autres sites immobiliers (20,0%).

La société Klépierre, quant à elle, est exclusivement constituée de grands centres régionaux. Les sociétés Carmila et Mercialis, constituant l'échantillon restreint étant détenues par des acteurs de la grande distribution (Carrefour et Casino), sont exclusivement composées de centres commerciaux, qu'ils soient régionaux ou locaux.

La répartition de la typologie des biens du Groupe, avec 79,0% de grands centres régionaux et 21,0% de centres locaux de proximité, est particulièrement comparable à celle de l'Echantillon Restreint (81,8% de grands centres régionaux et 18,0% de centres locaux de proximité).

La répartition géographique du patrimoine immobilier des sociétés incluses dans l'Echantillon Elargi au 31 décembre 2023 est présentée dans le tableau ci-dessous :

Comparables boursiers - Répartition géographique				
En %	France	Europe hors France	Reste du monde	Total
<i>Carmila S.A.</i>	71,1%	28,9%	0,0%	100,0%
<i>Mercialys SA</i>	100,0%	0,0%	0,0%	100,0%
<i>Unibail-Rodamco-Westfield SE</i>	35,0%	46,2%	18,8%	100,0%
<i>Klépierre SA</i>	39,4%	60,6%	0,0%	100,0%
Moyenne de l'échantillon restreint	85,6%	14,5%	0,0%	100,0%
Moyenne de l'échantillon élargi	61,4%	33,9%	4,7%	100,0%
Galimmo	100,0%	0,0%	0,0%	100,0%

Sources : Documents d'Enregistrement Universel des sociétés au 31/12/2023

Comme expliqué, nous avons orienté nos recherches sur des sociétés foncières ayant la majeure partie de leur activité en premier lieu en France et en second lieu en Europe.

Tandis que les sociétés de l'Echantillon Restreint, en raison de leur stratégie de détention d'un patrimoine exclusivement attaché à des surfaces commerciales de groupe alimentaire, sont très majoritairement implantées en France et exclusivement en Europe, les sociétés supplémentaires incluses dans l'Echantillon Elargi, ont fait le choix de détenir un portefeuille d'actifs plus diversifié en termes de répartition géographique.

Malgré tout, la France correspond pour les sociétés supplémentaires incluses dans l'Echantillon Elargi à leur premier pays de détention d'actifs immobiliers.

L'évolution du chiffre d'affaires 2023 des sociétés incluses dans l'Echantillon Elargi est présentée dans le tableau ci-dessous :

Comparables boursiers - Chiffre d'affaires			
En m€	2022	2023	Variation
<i>Carmila S.A.</i>	335	342	2,2%
<i>Mercialys SA</i>	166	171	3,0%
<i>Unibail-Rodamco-Westfield SE</i>	1 776	1 793	1,0%
<i>Klépierre SA</i>	1 035	1 034	-0,2%
Moyenne de l'échantillon restreint	251	257	2,6%
Moyenne de l'échantillon élargi	828	835	1,5%
Galimmo	40	42	4,6%

Sources : Documents d'Enregistrement Universel des sociétés au 31/12/2023

Les chiffres d'affaires présentés correspondent aux revenus locatifs nets. La moyenne de croissance du chiffre d'affaires de l'échantillon élargi est plus faible (+1,5%) sur la période 2022-2023 que celle de l'échantillon restreint (+2,6%) sur la même période, ce dernier se rapprochant de la performance observée au niveau du Groupe (+4,6%).

La société Klépierre, avec une baisse de 0,2 % de ses revenus locatifs nets, est la seule société ayant connu une décroissance. Cette baisse est due à des cessions, car les revenus locatifs nets à périmètre constant se sont établis à 1.005,0m€ en 2023 contre 926,6m€ en 2022, soit une croissance de +8,8%.

Les principaux indicateurs EPRA 2023 des sociétés incluses dans l'Echantillon Elargi sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Comparables boursiers - Indicateurs EPRA			
En %	Ratio LTV	Rendement EPRA	Taux de vacance EPRA
<i>Carmila S.A.</i>	40,1%	6,4%	5,3%
<i>Mercialys SA</i>	40,6%	5,6%	4,7%
<i>Unibail-Rodamco-Westfield SE</i>	54,7%	5,0%	7,0%
<i>Klépierre SA</i>	43,5%	5,9%	3,8%
Moyenne de l'échantillon restreint	40,4%	6,0%	5,0%
Moyenne de l'échantillon élargi	44,7%	5,7%	5,2%
Galimmo	21,8%	5,9%	9,0%

Sources : Rapports semestriel des sociétés au 30/06/2024

Les ratio LTV des sociétés de l'échantillon sont plus importants que le ratio LTV du Groupe. Cette différence illustre d'une part la gestion prudente du Groupe au niveau de son endettement ; ce dernier investissant de façon majoritaire à l'aide des flux de trésorerie générés par son activité, et procédant de façon extrêmement parcellaire à des opérations d'acquisitions de centres commerciaux, privilégiant les opérations d'extension et de rénovation de ses galeries commerciales

Tandis que les taux de rendement EPRA des sociétés de l'Echantillon Restreint sont quasiment alignés avec le taux de rendement EPRA du Groupe, ceux des sociétés supplémentaires de l'Echantillon Elargi se situent en retrait.

Ce différentiel est majoritairement dû à la typologie des actifs immobiliers détenus, dans la mesure où le taux de rendement *prime* est inférieur sur les localisations prisées, et qui composent une part plus importante du portefeuille des sociétés supplémentaires de l'Echantillon Elargi.

Les taux de vacance EPRA des sociétés de l'échantillon s'inscrivent quant à elles en retrait des taux de vacance du Groupe, qui est pénalisé par la vacance plus importante existant sur ses sites *Proximité*.

3.3.2.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'ANR EPRA NDV des sociétés comparables au 30 juin 2024.

La valorisation des sociétés foncières par la méthode des multiples d'ANR EPRA NDV fait apparaître des décotes du cours de bourse sur l'ANR EPRA NDV publié par les sociétés comparables.

L'existence et le quantum des décotes extériorisées peut s'expliquer par la conjonction de différents éléments. Ainsi, l'EPRA dans ses publications cite par exemple les divergences d'appréciation du patrimoine immobilier entre le marché et les experts immobiliers, une baisse tendancielle du dynamisme du marché qui n'est pas encore prise en compte au niveau de l'agrégat, ou les caractéristiques spécifiques des sociétés foncières analysées (liquidité, ratios EPRA, rentabilité, localisation et qualités intrinsèque des éléments constitutifs du patrimoine...).

Nous n'avons pas retenu :

- le multiple de revenus locatifs qui n'intègre pas la notion de rentabilité ;
- le multiple de résultat opérationnel courant, en l'absence de communication d'agrégats opérationnels prospectifs ;
- le multiple de résultat EPRA en raison d'une part des différences de timing de refinancement de la dette existant entre les différentes sociétés, dans un contexte de forte augmentation des taux d'intérêt, et d'autre part de l'absence d'activation du statut SIIC par le Groupe, qui induit d'importantes divergences de fiscalité avec les sociétés comparables.

Le tableau suivant récapitule les multiples d'ANR EPRA NDV de l'ensemble des sociétés comparables des échantillons retenus au 30 juin 2024 :

Multiples des sociétés comparables	
Comparables boursiers	ANR S1 2024
Carmila S.A.	0,72x
Mercialys SA	0,70x
Unibail-Rodamco-Westfield SE	0,61x
Klépierre SA	0,94x
Moyenne de l'échantillon restreint	0,71x
Moyenne de l'échantillon élargi	0,74x

Source : Capital IQ au 30/08/2024

3.3.2.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians ressortant de la prise en compte du prix de l'action des sociétés comparables à une date proche de celle du dépôt de la note d'information (30 août 2024), et de leur ANR EPRA NDV par action au 30 juin 2024.

Nous rappelons que le multiple ressortant de l'Echantillon Elargi est présenté uniquement à titre de recoupement avec le multiple ressortant de l'Echantillon Restreint.

Nous avons ensuite appliqué ce multiple à l'ANR EPRA NDV par action et à l'ANR EPRA NDV par action ajusté du Groupe au 30 juin 2024.

3.3.2.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise les différentes valeurs par action du Groupe obtenues par la méthode des comparables boursiers :

	Galimmo - Evaluation par la méthode des comparables boursiers	
	xANR	xANR
	Jun 24 Publié	Jun 24 Ajusté*
Agrégat financier	14,44	14,83
Multiple moyen	0,71x	0,71x
Valeur des fonds propres (en €)	10,25	10,52

**Retraité de l'impact négatif de la cession de la participation de 15% de Galimmo dans Foncibel, soit 12,7m€*

En synthèse, la valeur du Groupe ressort entre 10,25€ et 10,52€ par la méthode des comparables boursiers.

Le Prix d'Offre de 14,83€ induit des primes de respectivement 44,7% et 41,0% sur les valeurs par action ressortant de l'application du multiple moyen des comparables boursiers à l'ANR EPRA NDV par action du Groupe et l'ANR EPRA NDV par action ajusté du Groupe au 30 juin 2024.

3.3.3 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe

Cette approche consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes intervenues sur son capital.

Au cas d'espèce, les transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe auxquelles il sera fait référence dans cette partie correspondent à l'acquisition :

- du Bloc de Contrôle auprès des sociétés Delparef, Galimmo Real Estate et Galimmo Services France, filiales du groupe Louis Delhaize (étant rappelé que l'ensemble des titres de la société Galimmo Services France ont été acquis par l'Initiateur, et que celle-ci n'est dès lors plus une filiale du groupe Louis Delhaize) ;
- de la participation au capital du Groupe détenue par la société Primonial Capimmo.

La réalisation de ces transactions a permis à l'Initiateur de détenir 99,82% du capital du Groupe à la date du dépôt de l'Offre.

Il n'existe à notre connaissance aucune autre transaction récente intervenue sur le capital du Groupe.

3.3.3.1 - Référence au prix par action ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle

En date du 12 juillet 2023, les sociétés du groupe Louis Delhaize actionnaires du Groupe ont accepté les termes et conditions de la promesse unilatérale d'achat portant sur leur participation au capital du Groupe qui leur avait été consentie par l'Initiateur.

Notamment, le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle (voir section 5.1) annexé à cette promesse d'achat, dont la signature est intervenue en date du 15 septembre 2023, décrit les principaux mécanismes de détermination et d'ajustement du prix d'acquisition.

Au cas d'espèce, il a été convenu aux termes du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle la fixation d'un prix de 294,0m€ pour l'ensemble du capital du Groupe sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2022.

Nous précisons que, dans la mesure où l'ANR EPRA NDV du Groupe s'établissait à cette date à 497,9m€, le prix offert par l'Initiateur pour l'acquisition du Bloc de Contrôle reflète une décote de l'ordre de 40% sur cet agrégat de référence.

Les sociétés Delparef, Galimmo Real Estate et Galimmo Services France détenant ensemble 30.124.007 actions représentant 92,84% du capital du Groupe au *closing* de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle intervenu en date du 1^{er} juillet 2024, la quote-part du prix d'acquisition de l'ensemble du capital du Groupe revenant aux filiales du groupe Louis Delhaize s'est élevée à 272,9m€.

En raison de la survenance d'opérations constituant des ajustement de prix entre le *signing* et le *closing* de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle, cette quote-part a fait l'objet d'un ajustement négatif pour un montant de 1,3m€. Ainsi, le prix d'acquisition du Bloc de Contrôle s'est élevé à 271,6m€.

En tenant compte du nombre d'actions visées par l'opération, soit 30.124.007, le prix par action ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle s'établit à 9,02€.

Le Prix d'Offre de 14,83€ induit une prime de 64,4% sur le prix par action ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

3.3.3.2 - Référence au prix par action ajusté ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle

Nous avons analysé en section 5.1 les dispositions du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, et plus particulièrement celles qui pourraient avoir une incidence sur le prix d'acquisition.

Il ressort de notre analyse que la seule opération susceptible de constituer un complément de prix est la cession des titres de la société Foncibel détenus par le Groupe au profit du groupe Louis Delhaize et des filiales restant dans son périmètre, pour un montant de 13,0m€.

En tenant compte d'une méthodologie d'évaluation des fonds propres de la société Foncibel analogue à celle retenue pour l'extériorisation de la valeur des fonds propres du Groupe retenue dans le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, le montant de ce potentiel complément de prix s'élève à 7,0m€.

En tenant compte du nombre d'actions visées par l'opération, soit 30.124.007, la valeur par action de ce potentiel complément de prix s'établit à 0,23€.

Ainsi, l'analyse des dispositions du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle permet d'extérioriser un prix par action ajusté ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle de 9,25€.

Le Prix d'Offre de 14,83€ induit une prime de 60,3% sur le prix par action ajusté ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

3.3.3.3 - Référence au prix par action ressortant de l'exercice de la Promesse d'Achat

En date du 25 juillet 2024, la société Primonial Capimmo a accepté les termes et conditions de la promesse unilatérale d'achat portant sur sa participation au capital du Groupe qui lui avait été consentie par l'Initiateur.

Notamment, la Promesse d'Achat présente le prix ferme proposé, les éventuelles conditions suspensives à la réalisation de l'opération, le sort des frais et débours en cas d'exercice de la promesse, et les engagements résultant de l'absence d'exercice de la promesse.

Au cas d'espèce, il a été convenu aux termes de la Promesse d'Achat la fixation d'un prix de 11,93€ par action cédée, sans possibilité d'amélioration au titre de l'existence d'un éventuel complément de prix.

Ainsi, le prix par action ressortant de l'exercice de la Promesse d'Achat s'établit à 11,93€.

Le Prix d'Offre de 14,83€ induit une prime de 24,3% sur le prix par action ressortant de l'exercice de la Promesse d'Achat.

3.3.4 - Référence au cours de bourse (retenue à titre indicatif)

La Compagnie Marocaine a été introduite à la Bourse de Paris en 1920. A la suite de l'acquisition de son contrôle par société Galimmo Real Estate et de la réorientation de son activité vers la détention d'actifs immobiliers, principalement à usage tertiaire et de commerce, et la réalisation d'opérations de développement immobilier, la société a changé de dénomination sociale pour s'appeler Galimmo.

Les actions de la société Galimmo SCA sont cotées sur Euronext Paris, compartiment B, sous le code ISIN FR0000030611 et ont pour code mnémonique GALIM.

Comme expliqué en section 5.1, l'acquisition par l'Initiateur du Bloc de Contrôle auprès du groupe Louis Delhaize a été réalisée par la mise en place d'un mécanisme de *locked-box*, avec une importante latence existant entre la date d'acceptation de la promesse unilatérale d'achat consentie par l'Initiateur (12 juillet 2023) et la date de *closing* de l'opération (1^{er} juillet 2024).

Dans ce contexte, nous avons procédé à l'analyse du cours de bourse de la société Galimmo SCA :

- à la date d'annonce au marché de la conclusion d'un accord entre l'Initiateur et le groupe Louis Delhaize pour l'acquisition du Bloc de Contrôle, soit le 12 juillet 2023 (l'annonce ayant été faite post-clôture du marché) ;
- à la dernière date de cotation précédant l'annonce au marché du *closing* de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle, soit le 28 juin 2024 (le cours de l'action ayant été suspendu en date du 1^{er} juillet 2024).

Nous précisons que, dans la mesure où des dividendes ont été versés par le Groupe à ses actionnaires sur la période couvrant notre analyse, nous présentons un cours de bourse ajusté des dividendes versés, et ce dans un souci de comparabilité avec le Prix d'Offre.

Nous précisons également que le titre de la société Galimmo SCA ne fait, à notre connaissance, pas l'objet d'un suivi par un quelconque analyste financier.

3.3.4.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

Au 30 juin 2024, l'actionariat du Groupe se présente comme suit :

Galimmo - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	AO	% du capital social	Droits de vote	% des droits de vote
Delparef	23 827 049	73,4%	23 827 049	73,4%
Galimmo Real Estate	6 220 223	19,2%	6 220 223	19,2%
Galimmo Services France	76 735	0,2%	76 735	0,2%
Total Concert Galimmo Real Estate - Delparef	30 124 007	92,8%	30 124 007	92,8%
Primonial Capimmo	2 263 714	7,0%	2 263 714	7,0%
Autres	59 005	0,2%	59 005	0,2%
Total des actions	32 446 726	100,0%	32 446 726	100,0%

Source: Comptes semestriels du Groupe au 30/06/2024

Le capital flottant représente 0,18% des actions en circulation du Groupe.

Nous avons une analyse de la liquidité du titre, résumée dans le tableau présenté ci-dessous, en date du 12 juillet 2023 :

Galimmo - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne quotidienne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total ¹	Volume cumulé en % du flottant ²
Moyenne 1 mois	1	26	0,00%	0,04%
Moyenne 3 mois	2	140	0,00%	0,24%
Moyenne 6 mois	6	750	0,00%	1,27%
Moyenne 9 mois	5	897	0,00%	1,52%
Moyenne 12 mois	4	1 037	0,00%	1,76%

Source : Capital IQ, Euronext au 12 juillet 2023

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Au cours des 12 derniers mois précédant cette date, les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 1 titre (moyenne 1 mois) et 6 titres (moyenne 6 mois).

Le nombre de titres échangés sur les 12 derniers mois précédant la date du 12 juillet 2023 s'élève, en cumul, à 1.037 titres, soit moins de 0,01% du nombre total de titres composant le capital du Groupe et 1,8% du flottant.

Sur le dernier mois précédant la date du 12 juillet 2023, le nombre total de titres échangés s'élève, en cumul, à 26 titres, soit moins de 0,01% du nombre total de titres et 0,04% du flottant.

En date du 28 juin 2024, l'analyse de la liquidité du titre, résumée dans le tableau ci-dessous, s'inscrit dans la continuité de l'analyse présentée *supra* :

Galimmo - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne quotidienne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total ¹	Volume cumulé en % du flottant ²
Moyenne 1 mois	1	29	0,00%	0,05%
Moyenne 3 mois	3	221	0,00%	0,37%
Moyenne 6 mois	2	286	0,00%	0,48%
Moyenne 9 mois	2	380	0,00%	0,64%
Moyenne 12 mois	2	526	0,00%	0,89%

Source : Euronext, Capital IQ le 28 juin 2024

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Au cours des 12 derniers mois précédant cette date, les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 1 titre (moyenne 1 mois) et 3 titres (moyenne 3 mois).

Le nombre de titres échangés sur les 12 derniers mois précédant la date du 28 juin 2024 s'élève, en cumul, à 526 titres, soit moins de 0,01% du nombre total de titres composant le capital du Groupe et 0,9% du flottant.

Sur le dernier mois précédant la date du 28 juin 2024, le nombre total de titres échangés s'élève, en cumul, à 29 titres, soit moins de 0,01% du nombre total de titres et 0,05% du flottant.

Au regard de l'ensemble de ces données, le titre de la société Galimmo SCA, qui fait l'objet de volumes d'échanges sporadiques, présente une liquidité particulièrement limitée.

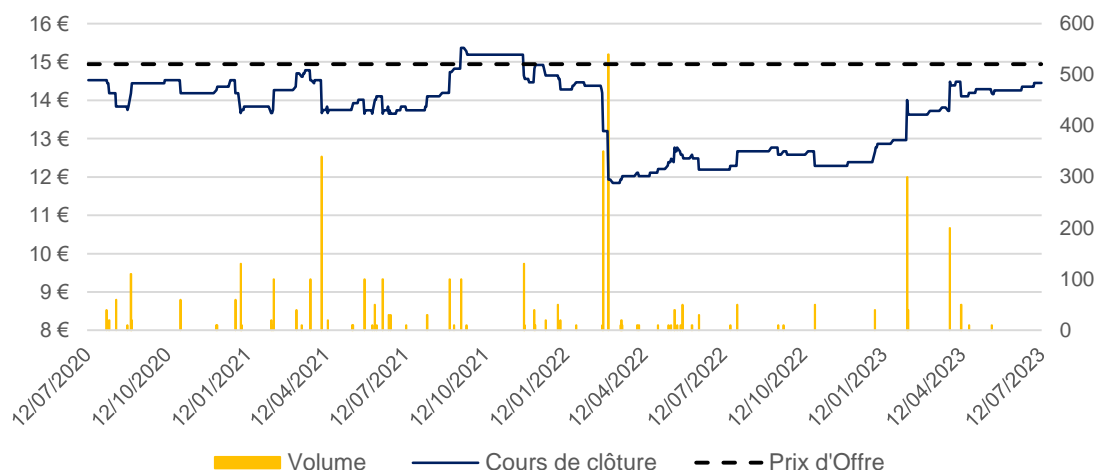
Nous présentons néanmoins cette méthode à titre indicatif, cette valeur constituant une référence directement observable pour un actionnaire minoritaire.

Nous étudierons dans un premier temps le cours de bourse en date du 12 juillet 2023 (analyse historique à 3 ans), puis entre le 13 juillet 2023 et le 28 juin 2024.

3.3.4.2 - Analyse du cours de bourse au 12 juillet 2023

L'évolution du cours de bourse du titre de la société Galimmo SCA sur les trois dernières années précédant l'annonce au marché en date du 12 juillet 2023 est présentée ci-dessous :

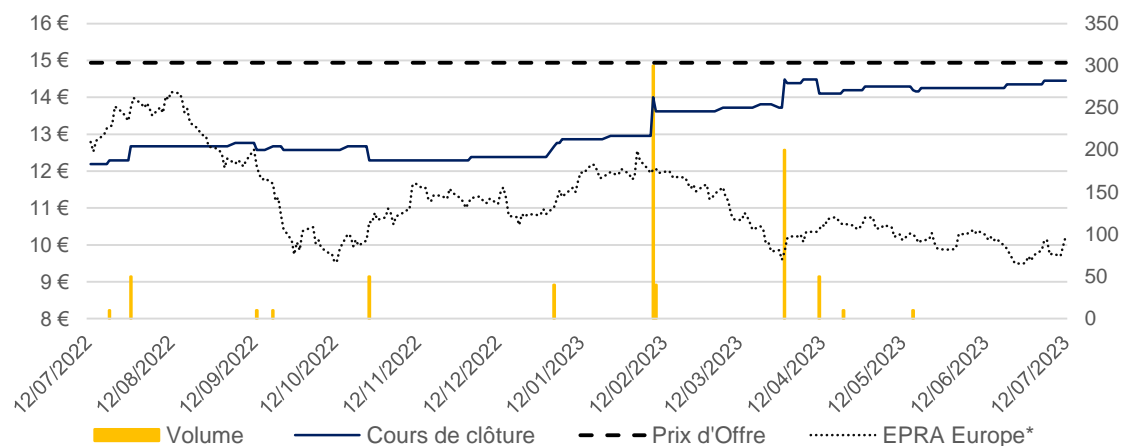
Cours de bourse sur 3 ans de l'action Galimmo



Sur la période allant du 12 juillet 2020 au 12 juillet 2023, l'évolution du cours peut se décomposer en 3 phases :

- entre la mi-juillet 2020 et la mi-février 2022, le cours oscille entre 13,7€ et 15,4€, sans corrélation apparente avec les publications du Groupe sur la période ;
- à la fin du mois de février et au début du mois de mars 2022, le cours connaît une importante diminution, passant de 14,3€ en date du 22 février 2022 à 11,9€ en date du 2 mars 2022, à la suite de l'annonce des résultats annuels du Groupe pour l'année 2021, qui ont été en deçà des attentes en raison de la poursuite de l'impact de la Covid-19 sur l'activité ;
- à partir de la fin du mois de mars 2022, le cours remonte pour s'établir à 14,5€ en date du 12 juillet 2023, avec d'importants volumes d'échanges participant à la hausse du cours en février et mars 2023 à la suite de l'annonce des résultats annuels du Groupe pour l'année 2022, qui ont été conformes aux attentes dans un contexte de retour à la normale de l'activité.

Cours de bourse sur 1 an de l'action Galimmo

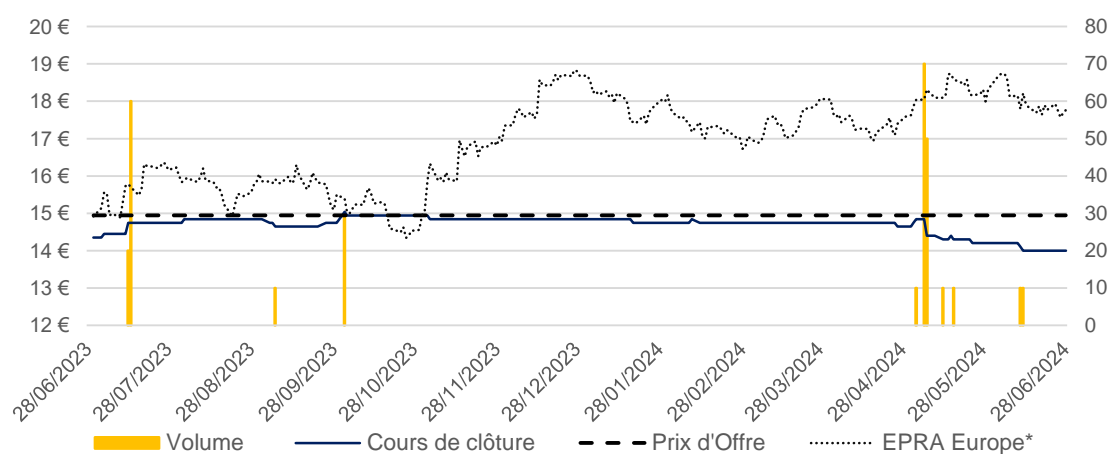


*Rebasé au 12 juillet 2022

Sur la dernière année précédant l'annonce au marché en date du 12 juillet 2023, le cours de bourse du titre de la société Galimmo SCA a suivi une tendance haussière, à contrario de l'indice EPRA Europe, rebasé, a qui a suivi une tendance baissière dans un contexte généralisé de hausse des taux d'intérêt.

L'évolution du cours de bourse du titre de la société Galimmo SCA sur la dernière année précédant l'annonce au marché du *closing* de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle est présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 1 an de l'action Galimmo



*Rebasé au 28 juin 2023

Sur la période allant du 13 juillet 2023 au 28 juin 2024, le cours est particulièrement stable et s'est maintenu dans une fourchette comprise principalement entre 14,0€ et 15,0€, en suivant une tendance haussière puis baissière sur la période.

L'évolution du cours de bourse ne semble pas corrélée avec les publications du Groupe sur la période, avec des volumes d'échanges particulièrement faibles ; les plus importants volumes d'échanges concernant respectivement 70 et 50 actions en date du 6 mai et du 7 mai 2024, soit au moment du détachement du dividende distribué au titre de l'exercice 2023.

L'indice EPRA Europe, rebasé, a quant à lui suivi une tendance globalement haussière sur la période, notamment à compter de fin octobre 2023.

3.3.4.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 12 juillet 2023, date d'annonce au marché de la conclusion d'un accord entre l'Initiateur et le groupe Louis Delhaize pour l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Galimmo - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	Prime extériorisée en % ¹
Cours de clôture (le 12 juillet 2023)	14,45	2,6%
CMPV* 20 jours	14,38	3,1%
CMPV* 60 jours	14,27	3,9%
CMPV* 120 jours	14,12	5,0%
CMPV* 180 jours	13,94	6,4%
CMPV* 250 jours	13,69	8,3%
<i>Maximum cours de clôture - 1 an</i>	<i>14,48</i>	<i>2,4%</i>
<i>Minimum cours de clôture - 1 an</i>	<i>12,19</i>	<i>21,6%</i>

¹ Pour un prix d'offre de 14,83€ par action

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Euronext, Capital IQ le 12 juillet 2023

Les différentes moyennes de cours de bourse s'établissent entre 13,69€ (moyenne 250 jours) et 14,38€ (moyenne 20 jours).

Le Prix d'Offre de 14,83€ par action extériorise des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse comprises entre 3,1% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 20 jours) et 8,3% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 250 jours).

Il extériorise également une prime de 2,6% par rapport au dernier cours de clôture avant annonce et une prime de 2,4% par rapport au cours de clôture maximum observé au cours de la dernière année.

Nous avons également étudié le cours de bourse à 1 an au 28 juin 2024, dernière date de cotation du titre de la société Galimmo SCA précédant l'annonce au marché du *closing* de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle.

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 28 juin 2024 :

Galimmo - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	Prime extériorisée en % ¹
Cours de clôture (le 28 juin 2024)	14,00	5,9%
CMPV* 20 jours	14,09	5,3%
CMPV* 60 jours	14,50	2,3%
CMPV* 120 jours	14,56	1,9%
CMPV* 180 jours	14,61	1,5%
CMPV* 250 jours	14,72	0,7%
<i>Maximum cours de clôture - 1 an</i>	<i>15,04</i>	<i>-1,4%</i>
<i>Minimum cours de clôture - 1 an</i>	<i>14,00</i>	<i>5,9%</i>

¹ Pour un prix d'offre de 14,83€ par action

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Euronext, Capital IQ le 28 juin 2024

Le Prix d'Offre de 14,83€ par action extériorise des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse comprises entre 0,7% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 250 jours) et 5,3% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 20 jours).

Il extériorise également une prime de 5,9% par rapport au dernier cours de clôture avant annonce et une décote de 1,4% par rapport au cours de clôture maximum observé au cours de la dernière année.

Nous retiendrons en synthèse la référence aux moyennes 20 jours, 60 jours ainsi qu'au cours spot, à la date du 28 juin 2024, qui couvre la période la plus récente et intègre de ce fait les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel le Groupe évolue.

4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur

Les travaux et conclusions de l'Etablissement Présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

Dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre, l'Etablissement Présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions de la société Galimmo SCA :

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net comptable ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs ;
- Référence aux objectifs de cours des analystes.

Nous avons également écarté ces approches, pour les raisons évoquées en section 3.2 du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluations retenues :

- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital ;
- Méthode de l'actif net réévalué (EPRA NDV) ;
- Référence au cours de bourse ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Méthode des transactions comparables.

Nous avons également retenu la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital, la méthode de l'actif net réévalué (EPRA NDV) et la méthode des comparables boursiers à titre principal, et la référence au cours de bourse à titre indicatif.

Nous n'avons cependant pas retenu la méthode des transactions comparables, pour les raisons exposées en section 3.2.3

Notre approche est décrite en sections 3.2 et 3.3 du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'Etablissement Présentateur nous conduit à formuler les commentaires présentés dans les paragraphes ci-dessous.

4.2.1 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe

L'Etablissement Présentateur a retenu en synthèse les références relatives à l'acquisition :

- du Bloc de Contrôle auprès du groupe Louis Delhaize, pour un montant de 9,02€ ;
- de la participation au capital du Groupe détenue par la société Primonial Capimmo, pour un montant de 11,93€.

Nous avons également retenu dans nos travaux ces transactions comme référence d'appréciation du prix de l'action de la société Galimmo SCA.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur la valeur de l'action de la société Galimmo SCA retenue par référence à ces transactions.

Nous avons par ailleurs retenu dans nos travaux la référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle auprès du groupe Louis Delhaize, ajustée du potentiel complément de prix ressortant de la cession des titres de la société Foncibel détenus par le Groupe au profit du groupe Louis Delhaize et des filiales restant dans son périmètre, pour un montant de 13,0m€, présentée en section 3.3.3.2.

4.2.2 - Référence au cours de bourse

L'Etablissement Présentateur a retenu en synthèse les cours spot, en moyenne pondérée 1 mois, 2 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 12 mois, en date du 28 juin 2024, ainsi que le point haut et le point bas de clôture sur les 12 mois précédant cette date.

Nous avons pour notre part retenu un cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières à cette même date, ainsi que la référence au cours de clôture (cours spot) au 28 juin 2024 pour les raisons mentionnées en section 3.3.4.3, tout en mettant en exergue les moyennes 120, 180 et 250 jours.

Nous précisons par ailleurs que, contrairement à nous, l'Etablissement Présentateur présente un cours de bourse non ajusté des dividendes versés.

4.2.3 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

L'Etablissement Présentateur a retenu en synthèse l'ANR EPRA NDV du Groupe en date du 31 décembre 2023, soit 14,94€, et en date du 30 juin 2024, soit 14,44€.

Si nous n'avons pas retenu dans nos travaux l'ANR EPRA NDV du Groupe en date du 31 décembre 2023, dans la mesure où il ne tient pas compte de la performance opérationnelle du Groupe au cours du premier semestre 2024, ainsi que des opérations de nature financière intervenues sur la période, nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur la valeur de l'action de la société Galimmo SCA retenue par référence à l'ANR EPRA NDV du Groupe en date du 30 juin 2024.

Nous avons par ailleurs retenu dans nos travaux l'ANR EPRA NDV du Groupe en date du 30 juin 2024, ajusté de la dépréciation comptabilisée par le Groupe sur sa participation minoritaire de 15% au capital de la société Galimmo Châtelineau en raison de la cession des titres de la société Foncibel pour un montant de 13,0m€, présentée en section 3.3.1.2.

4.2.4 - Méthode des comparables boursiers

4.2.4.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer le Groupe, l'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon de sept sociétés, constituées de foncières françaises et européennes spécialisées dans les locaux commerciaux.

De notre côté, nous avons retenu un échantillon composés de deux sociétés opérant dans le secteur des foncières commerciales françaises, et déclinant une stratégie de détention d'un patrimoine exclusivement attaché à des surfaces commerciales de groupe alimentaire, *i.e.* les sociétés Carmila et Mercialys.

Nous avons également retenu un échantillon élargi intégrant les sociétés Unibail-Rodamco et Klépierre à titre de recoupement avec les résultats ressortant du premier échantillon.

Nous avons décidé d'exclure de notre échantillon les sociétés retenues par l'Etablissement Présentateur et qui ne satisfaisaient pas aux critères exposés en section 3.3.2.1.

4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie

Le multiple retenu par l'Etablissement Présentateur est le prix de l'action au 28 juin 2024 divisé par l'ANR EPRA NDV par action des comparables boursiers au 31 décembre 2023.

Si nous n'avons pas de divergence sur la méthodologie retenue par l'Etablissement Présentateur comme exposé en section 3.3.2.3, nous avons retenu d'une part le prix de l'action au 30 août 2024, et d'autre l'ANR EPRA NDV par action des comparables boursiers au 30 juin 2024.

4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers

La valeur de l'action de la société Galimmo SCA obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort à un prix par action de 8,85€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action de la société Galimmo SCA par la méthode des comparables boursiers comprise entre 10,25€ et 10,52€.

L'écart observé provient d'une part des multiples retenus, qui proviennent d'échantillons différents, et d'autre part du choix de l'ANR EPRA NDV de référence.

En effet, l'Etablissement Présentateur retient l'ANR EPRA NDV du Groupe au 31 décembre 2023, tandis que nous retenons d'une part l'ANR EPRA NDV par action du Groupe au 30 juin 2024, et d'autre part l'ANR EPRA NDV par action ajusté du Groupe à cette même date.

4.2.5 - Méthode des transactions comparables

L'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon de six offres publiques avec intention de retrait obligatoire ayant visé les actions de sociétés jugées comparables (Foncière des 6eme et 7eme arrondissements de Paris, Foncière de Paris SIIC, Eurosic, Terreïs, Selectirente et Sofibus Patrimoine), datant de 2015 à 2021.

Il ressort de la prise en compte de l'échantillon une prime moyenne de 5,8% sur l'ANR EPRA NDV, l'Etablissement Présentateur retient en synthèse un prix par action de 15,27€.

Nous n'avons pour notre part pas retenu la méthode des transactions comparables, compte tenu d'une antériorité marquée des transactions potentiellement comparables identifiées (plus de trois ans).

5 - Analyse des éléments connexes à l'Offre

Nous avons examiné les éléments connexes à l'Offre qui ont été portés à notre connaissance, afin d'apprécier si ces derniers comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du Prix d'Offre.

A notre connaissance, les éléments connexes à l'Offre existants sont :

- le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle auprès des sociétés Delparef, Galimmo Real Estate et Galimmo Services France, filiales du groupe Louis Delhaize (étant rappelé que l'ensemble des titres de la société Galimmo Services France ont été acquis par l'Initiateur, et que celle-ci n'est dès lors plus une filiale du groupe Louis Delhaize) ;
- la promesse unilatérale d'achat consentie par l'Initiateur portant sur la participation au capital du Groupe détenue par la société Primonial Capimmo ;
- les potentielles synergies résultant du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur.

5.1 - Contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle

En date du 2 juillet 2023, l'Initiateur a consenti une promesse unilatérale d'achat portant sur la participation au capital du Groupe détenue par le groupe Louis Delhaize (ci-après ensemble les « Parties »).

Notamment, le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle annexé à la promesse unilatérale d'achat décrit les principaux mécanismes de détermination et d'ajustement du prix d'acquisition, les opérations concomitantes à la cession de la participation au capital du Groupe par les filiales du groupe Louis Delhaize, ainsi que les dispositions contractuelles restant en vigueur et à formaliser entre les Parties suite au closing de l'opération, présentées dans le projet de contrat d'acquisition annexé à cette promesse.

Si cette promesse unilatérale d'achat a fait l'objet d'une acceptation en date du 12 juillet 2023 par les filiales du groupe Louis Delhaize, la signature du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle annexé est intervenue en date du 15 septembre 2023, et le *closing* en date du 1^{er} juillet 2024 ; le delta entre *signing* et *closing* correspondant notamment au laps de temps nécessaire à l'obtention auprès des autorités compétentes des autorisations réglementaires essentielles à la réalisation de l'opération.

Nous précisons par ailleurs que la promesse unilatérale d'achat et le contrat d'acquisition ont fait l'objet d'un amendement chacun, respectivement en date du 24 juillet 2023 et du 28 juin 2024, sans que ces derniers ne soient de nature à modifier les caractéristiques principales des contrats initiaux.

A la suite du closing de l'opération d'achat du Bloc de Contrôle auprès des filiales du groupe Louis Delhaize, l'Initiateur détenait 92,84% du capital du Groupe (73,43% acquis auprès de la société Delparef, 19,17% acquis auprès de la société Galimmo Real Estate et 0,24% acquis indirectement via la société Galimmo Services France - unique associé commandité).

Nous avons analysé le contrat d'acquisition conclu entre les Parties et son amendement, et plus particulièrement les dispositions contractuelles qui pourraient avoir une incidence sur le prix d'acquisition, présentées ci-dessous :

- le mécanisme de *locked box* et les clauses relatives aux *leakages*, constitutifs de la formation du prix d'acquisition (5.1.1) ;
- les clauses relatives à l'apurement des actifs et passifs non opérationnels existant entre le Groupe et les filiales du groupe Louis Delhaize (5.1.2) ;

- les clauses relatives au remboursement anticipé de l'emprunt hypothécaire datée du 10 février 2023 conclu entre d'une part le Groupe, Galimmo Châtelaineau, et trois sociétés foncières belges détenues par cette dernière, et d'autre part un pool de prêteurs dont principalement Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, BNP Paribas, ING Bank et BNP Paribas Fortis (5.1.3) ;
- la clause de réorganisation pré-*closing*, relative à la cession par le Groupe de l'ensemble des titres de la société Foncibel au profit du groupe Louis Delhaize (5.1.4) ;
- les dispositions relatives à la mise en place d'une convention de services entre le Groupe et le groupe Louis Delhaize à la suite de la réalisation de l'opération (5.1.5) ;
- la clause relative aux potentiels ajustements à la hausse du prix de cession en cas de vente par l'Initiateur d'actions au capital du Groupe à un tiers (5.1.6).

5.1.1 - Mécanisme de *locked-box* et *leakages*

Le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle prévoit la mise en place d'un mécanisme de *locked-box* dans le cadre de la détermination du prix d'acquisition. Ce type de mécanisme permet de fixer le prix d'acquisition au *signing*, et ainsi de ne pas procéder à des ajustements de prix au titre de l'évolution des agrégats opérationnels et financiers de la société cible entre le *signing* et le *closing* d'une opération.

Au cas d'espèce, il a été convenu entre les parties la fixation d'un prix de 294,0m€ pour l'ensemble du capital du Groupe sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2022, correspondant aux derniers états financiers disponibles lorsque l'Initiateur a consenti la promesse unilatérale d'achat aux filiales du groupe Louis Delhaize.

Le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle prévoit par ailleurs la réalisation d'opérations constitutives de déperditions de valeurs autorisées (*permitted leakage*), sans conséquence sur le prix d'acquisition fixé, et la réalisation d'opérations constitutives de déperditions de valeurs non-autorisées (*leakage*), qui ont pour conséquence un ajustement du prix d'acquisition, entre le 31 décembre 2022 (date de *fixing* du mécanisme de *locked-box*) et la date du *closing* (au cas d'espèce le 1^{er} juillet 2024).

Nous précisons qu'en vertu des clauses du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, toute opération constitutive d'une déperdition de valeur non-autorisée est imputée non pas sur le prix d'acquisition fixé pour l'ensemble du capital du Groupe (294,0m€), mais directement sur la quote-part revenant aux filiales du groupe Louis Delhaize (correspondant au prorata de 294,0m€ à hauteur de la détention par ces dernières au capital du Groupe).

La liste des opérations constitutives de déperditions de valeurs autorisées est la suivante :

- le paiement des salaires, bonus et plans de performance en lien avec les pratiques historiques du Groupe, à l'exception des paiements ou passifs pris en charge par le Groupe au profit de l'un ou plusieurs de ses administrateurs, dirigeants ou employés en connexion avec ou résultant de l'opération ;
- le paiement du dividende décidé en assemblée générale du 11 mai 2023, et tout paiement relatif au dividende en lien avec l'exercice fiscal arrêté au 31 décembre 2023, pour un montant maximum correspondant à celui du dividende décidé en assemblée générale du 11 mai 2023 ;
- une quote-part de 50% des frais et pénalités liés au remboursement anticipé de la convention de crédit hypothécaire ;
- tout paiement ou passif supplémentaire pris en charge par le Groupe et autorisé par écrit par l'Initiateur, dans la limite des montants convenus préalablement aux termes du contrat d'acquisition entre les Parties ;

La liste des opérations constitutives de déperditions de valeurs non-autorisées est la suivante :

- tout dividende ou toute distribution (y compris un dividende intérimaire, une distribution de réserves ou de primes, en espèces ou en nature) en excès par rapport au dividende autorisé ;
- tout paiement effectué par le Groupe au profit d'une ou plusieurs filiales du groupe Louis Delhaize en relation avec une réduction de capital ou l'acquisition d'une participation au capital d'une société ;
- tout paiement effectué par le Groupe au profit d'une ou plusieurs filiales du groupe Louis Delhaize en relation avec les prêts ou accords intragroupe ;
- l'octroi par le Groupe de remises, moratoires ou facilités au profit d'une ou plusieurs filiales du groupe Louis Delhaize ;
- la prise en charge par le Groupe d'un passif au profit d'une ou plusieurs filiales du groupe Louis Delhaize ;
- tout transfert ou cession d'actif effectué par le Groupe au profit d'une ou plusieurs filiales du groupe Louis Delhaize pour un montant inférieur à sa juste valeur ;
- tout paiement ou passif pris en charge par le Groupe au profit de l'un ou plusieurs de ses administrateurs, dirigeants ou employés en connexion avec ou résultant de l'opération ;
- les honoraires d'avocats ou de conseils en connexion avec ou résultant de l'opération ;
- une quote-part de 50% des frais et pénalités liés au remboursement anticipé de la convention de crédit hypothécaire.

A la date du *closing*, des opérations constitutives de déperditions de valeurs non-autorisées ont été réalisées par le Groupe pour un montant de 1,3m€, correspondant quasiment exclusivement à la quote-part de 50% des frais et pénalités liés au remboursement anticipé de la convention de crédit hypothécaire.

Ainsi, la quote-part du prix d'acquisition fixé pour l'ensemble du capital du Groupe (294,0m€), et revenant aux filiales du groupe Louis Delhaize, a fait l'objet d'un ajustement négatif au *closing* correspondant au montant des déperditions de valeurs non-autorisées (1,3m€).

Nous précisons que les clauses de *leakage*, usuelles lors de la mise en place de mécanismes de *locked-box*, ne sont pas constitutives de mécanismes de compléments de prix au profit des filiales du groupe Louis Delhaize.

Notamment, il convient de noter à propos des clauses de *permitted leakage* que :

- les paiements des salaires, bonus et plans de performance sont autorisés à hauteur des pratiques mises en place historiquement par le Groupe ;
- les dividendes distribués entre la date de *fixing* du mécanisme de *locked-box* et la date du *closing* ont profité à l'ensemble des actionnaires du Groupe ;
- les frais et pénalités liés au remboursement anticipé de la convention de crédit hypothécaire n'ont pas impacté l'ANR du Groupe au 30 juin 2024, et sont partagés entre les Parties ;
- les paiements ou passifs supplémentaires pris en charge par le Groupe et autorisés par écrit par l'Initiateur permettent d'assurer la continuité des opérations du Groupe.

Ainsi, ces dernières n'appellent pas de commentaires particuliers de notre part.

5.1.2 - Apurement des actifs et passifs non opérationnels existant entre le Groupe et les filiales du groupe Louis Delhaize

Le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle prévoit, au plus tard au *closing* de l'opération, l'apurement des actifs et passifs non opérationnels existant entre le Groupe et les filiales du groupe Louis Delhaize.

Afin d'assurer cet apurement, les actifs et passifs non opérationnels feront l'objet d'un apurement par compensation, et le solde fera l'objet d'une imputation sur le prix d'acquisition du Bloc de Contrôle.

Nous précisons qu'intrinsèquement, l'existence de ce mécanisme d'imputation constitue uniquement une opération de nature financière, et non un mécanisme d'ajustement du prix d'acquisition.

Les seules opérations d'apurement d'actifs et passifs non opérationnels susceptibles de constituer un mécanisme d'ajustement du prix d'acquisition sont celles qui constitueraient un avantage économique octroyé par l'une des Parties, *i.e.* l'apurement d'actifs et passifs non opérationnels pour des valeurs qui ne représenteraient par leur juste valeur.

Au cas d'espèce, nous comprenons de nos discussions avec le Groupe et avec l'Initiateur qu'aucune opération d'apurement d'actifs et passifs non opérationnels n'a eu lieu aux bornes du Groupe.

La seule opération d'apurement de passif non opérationnels intervenue est le remboursement à la société Galimmo Real Estate du prêt d'actionnaires qu'elle avait consenti à la société Galimmo Services France, pour un montant de 1,1m€ (soit sa valeur nominale).

Ainsi, il n'existe pas d'opérations intervenues dans le cadre de l'apurement des actifs et passifs non opérationnels existant entre le Groupe et les filiales du groupe Louis Delhaize qui constitue un complément de prix au profit des filiales du groupe Louis Delhaize.

Par ailleurs, et dans la mesure où il n'existe aucune opération intervenue aux bornes du Groupe, les dispositions de la clause n'ont eu aucun impact sur son ANR EPRA NDV.

5.1.3 - Remboursement anticipé de l'emprunt hypothécaire

En date du 10 février 2023, le Groupe, Galimmo Châtelineau, et trois sociétés foncières belges détenues par cette dernière ont conclu un emprunt hypothécaire d'un montant de 385,3m€ (dont 355,3m€ ayant fait l'objet d'un tirage et 30,0m€ disponibles pour le Groupe) avec un pool de prêteurs bancaire représenté par Crédit Agricole Corporate and Investment Bank qui agit en tant que principal.

Notamment, les termes et conditions de l'emprunt hypothécaire stipulent qu'en cas de changement de contrôle au niveau du Groupe, le principal et les intérêts afférents à ce dernier deviennent immédiatement exigibles.

Ainsi, le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle prévoit le remboursement anticipé de l'emprunt hypothécaire par le Groupe ou par l'Initiateur pour le compte du Groupe, à hauteur de la quote-part due par celui-ci, augmentée des pénalités et de l'ensemble des frais engendrés, avant le *closing* de l'opération.

Au cas d'espèce, le remboursement anticipé de la convention de crédit hypothécaire est intervenu à la date du *closing* de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle. Préalablement à la prise de contrôle du Groupe par l'Initiateur, l'encours de 202,2m€ dû par le Groupe a fait l'objet (i) d'un nouveau financement provenant de l'octroi par l'Initiateur d'un nouvel emprunt hypothécaire pour un montant de 110,0m€ et d'un prêt d'associés pour un montant de 6,3m€, et (ii) d'un apurement provenant de la cession de l'ensemble des titres de la société Foncibel et du remboursement du prêt détenu par le Groupe sur cette dernière, pour un montant total de 79,0m€, ainsi que de l'utilisation d'une partie de la trésorerie du Groupe.

Dans le cadre de la réalisation de ces opérations, il n'est intervenu ni transfert de dette entre les Parties, ni subrogation susceptibles de procurer un avantage économique au groupe Louis Delhaize ou à l'une ses filiales.

Ainsi, il n'existe pas d'opérations intervenues dans le cadre du remboursement anticipé de l'emprunt hypothécaire qui constituent un complément de prix au profit des filiales du groupe Louis Delhaize.

5.1.4 - Réorganisation pré-closing

Le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle prévoit la cession par le Groupe, au plus tard au *closing* de l'opération (i) de 2.019.999 actions de la société Foncibel, représentant 99,99% du nombre d'actions au capital de cette dernière, au profit du groupe Louis Delhaize et de ses filiales, pour un montant de 13,0m€, ainsi que (ii) du prêt consenti par le Groupe à la société, pour un montant correspondant à son nominal (63,5m€) augmenté des intérêts capitalisés jusqu'à la date de cession.

Dans le cadre de la réalisation de l'opération, les Parties ont mandaté le 7 juin le cabinet Salustro & Associés, afin qu'il mette en œuvre une évaluation multicritère des fonds propres de la société Foncibel (nous précisons que l'expert a mis en œuvre une approche patrimoniale basée sur l'ANR et une approche analogique basée sur les comparables boursiers).

Ce dernier a rendu en date du 21 juin 2024 son rapport définitif, concluant sur l'adéquation de la valeur de cession des actions de la société Foncibel avec une valeur de marché.

Au cas d'espèce, et sans remettre en cause les conclusions du rapport de l'expert indépendant, nous avons procédé à l'extériorisation de la valeur des fonds propres de la société Foncibel par analogie avec la méthodologie utilisée dans le cadre de l'extériorisation de la valeur des fonds propres du Groupe retenue dans le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, en prenant en compte la décote d'ANR EPRA NDV arrêtée, sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2022.

En effet, dans la mesure où (i) les périmètres de consolidation relatifs au Groupe et à la société Foncibel concernent des sociétés foncières, et (ii) le prix d'acquisition des titres de la société Foncibel est fixé aux termes du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, il nous paraît pertinent de mettre en parallèle les deux évaluations.

Nous rappelons que la société Foncibel est une pure holding financière de détention de la participation minoritaire de 15% au capital de la société Galimmo Châtelineau. Dans le cadre de l'extériorisation de la valeur des fonds propres de la société Foncibel :

- nous avons appliqué la décote d'ANR sur le périmètre consolidé correspondant à la société Galimmo Châtelineau et à ses filiales, et n'avons pas retenu de décote complémentaire au titre de l'illiquidité des titres de la société Galimmo Châtelineau, en considérant que la décote d'ANR intégrait déjà ce paramètre en raison de la liquidité extrêmement faible du titre Galimmo ;
- nous n'avons pas procédé à un quelconque ajustement sur la décote d'ANR au titre du différentiel existant entre l'acquisition du Bloc de Contrôle, opération relative à une participation majoritaire intégrant une potentielle prime de contrôle, et la cession des titres de la société Foncibel, opération relative à une participation minoritaire (implicitement puisque l'unique actif de la société Foncibel - hors prêt intragroupe - est sa participation minoritaire au capital de la société Galimmo Châtelineau) ;
- nous n'avons pas appliqué de décote complémentaire sur les fonds propres de la société Foncibel, qui détient exclusivement des titres de la société Galimmo Châtelineau, en considérant que les principaux frottements qui existent entre la détention de titres de la société Galimmo Châtelineau et de titres de la société Foncibel (coûts de holding et frottement fiscaux) avaient un impact non significatif sur la dilution de valeur.

En raison de l'ensemble de ces éléments, la valeur des fonds propres de la société Foncibel extériorisée par nos soins constitue nécessairement une valeur plafond.

En date du 31 décembre 2022, l'ANR de la société Galimmo Châtelineau, tel que présenté dans les comptes consolidés du Groupe et dans le tableau en page suivante, s'élève à 100,9m€.

Galimmo Châtelaineau - Bilan comptable	
En m€	31/12/2022
Immobilisations incorporelles	0,1
Immobilisations corporelles	0,2
Immeubles de placement	418,5
Actifs financiers non courants	4,6
Actif non courant	423,3
Actifs financiers courants	2,2
Clients et autres créances	4,0
Trésorerie	6,8
Actif courant	13,1
Total Actif	436,4
Capitaux Propres	100,9
Impôts différés passifs	97,9
Autres passifs non courants	71,7
Passifs non courants	169,6
Emprunts et dettes financières courants	152,2
Dettes fournisseurs	9,0
Passifs d'impôts courants	0,7
Autres passifs courants	4,1
Passifs courants	166,0
Total Passif	436,4

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2022

En retenant comme hypothèse simplificatrice une correspondance entre l'ANR et l'ANR EPRA NDV de la société Galimmo Châtelaineau (à l'instar du Groupe, voir section 1.2.7.1), et en appliquant à l'ANR EPRA NDV une décote de 40% correspondant à celle prise en compte dans le cadre de l'extériorisation de la valeur des fonds propres du Groupe retenue dans le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle (voir section 3.3.3.1), la valeur des fonds propres de cette dernière s'élève à 60,5m€, correspondant à une valeur de 9,1m€ pour la participation minoritaire de 15% détenue par la société Foncibel.

A la même date, l'ANC de la société Foncibel, tel que présenté dans ses comptes sociaux et dans le tableau ci-dessous, s'élève à 20,8m€ :

Foncibel - Bilan comptable	
En m€	31/12/2022
Immobilisations incorporelles	0,0
Immobilisations corporelles	0,0
Immobilisations financières	81,4
Actif non courant	81,4
Créances clients	0,0
Autres créances (dont fiscales et sociales)	2,8
Trésorerie (dont VMP)	1,3
Actif courant	4,0
Total Actif	85,4
Capitaux Propres	20,8
Intérêts minoritaires	0,0
Provisions pour R&C (non courant)	0,0
Emprunts et dettes financières	61,5
Autres passifs non courants	0,0
Passifs non courants	61,5
Dettes financières à court terme	2,0
Fournisseurs et autres créditeurs	0,0
Dettes fiscales & sociales	0,6
Autres dettes	0,5
Passifs courants	3,1
Total Passif	85,4

Source : Comptes annuels au 31 décembre 2022

La valeur nette comptable des titres de la société Galimmo Châtelaineau dans les livres de la société Foncibel s'élevant à 9,9m€ au 31 décembre 2022, l'évaluation des titres présentée *supra* matérialise une moins-value latente sur les titres de 0,8m€, qui doit être retranchée des capitaux propres de la société Foncibel.

Ainsi, il ressort de la mise en œuvre de l'évaluation des fonds propres de la Foncibel par analogie avec la méthodologie utilisée dans le cadre de l'extériorisation de la valeur des fonds propres du Groupe retenue dans le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle une valeur de 20,0m€ au 31 décembre 2022.

La cession, pour un montant de 13,0m€, des titres de la société Foncibel détenus par le Groupe au profit du groupe Louis Delhaize et des filiales restant dans son périmètre, fait ressortir un potentiel complément de prix de 7,0m€, correspondant à un montant de 0,23€ par action cédée dans le cadre de la mise en œuvre de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Nous précisons toutefois que le Prix d'Offre proposé aux actionnaires correspond à l'ANR EPRA NDV du Groupe au 30 juin 2024 hors prise en compte des effets de la cession des titres de la société Foncibel à un prix inférieur à leur valeur comptable.

A ce titre, l'opération susmentionnée n'a aucun impact sur l'équité du Prix d'Offre proposé aux actionnaires.

5.1.5 - Convention de service

Le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle prévoit la mise en place de conventions de services entre le Groupe et le groupe Louis Delhaize à la suite de la réalisation de l'opération.

Conformément à ces conventions, les Parties et leurs sociétés affiliées s'engagent à :

- négocier de bonne foi l'ensemble des accords nécessaires relatifs à (i) la coexistence et la protection des marques détenues par le Groupe et ses filiales, ainsi que par le groupe Louis Delhaize et ses filiales, sur leurs zones respectives d'opérations et d'achalandage, (ii) l'exploitation sur le long-terme par le groupe Louis Delhaize et ses filiales de certaines marques détenues par le Groupe et ses filiales, en Belgique et au Luxembourg, et (iii) l'utilisation par le Groupe et ses filiales de noms de domaines détenus par le groupe Louis Delhaize et ses filiales ;
- permettre la poursuite par le Groupe et la société Galimmo Services France de l'utilisation des licences informatiques HFM fournies par le groupe Louis Delhaize pour une durée de 8 mois à compter du 1^{er} juillet 2024 ;
- permettre la poursuite de la sous-location des locaux parisiens situés au 37 rue de la Victoire à Paris jusqu'au 31 décembre 2024 ;
- assurer l'assistance dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2024.

Dans la mesure où les Parties ont négocié de bonne foi les accords relatifs aux conventions de service, et d'autre part à poursuivre pour une période transitoire des accords existants afin d'assurer la continuité de leurs opérations respectives, les compensations financières payées dans le cadre de la conclusion de ces accords peuvent être considérées comme représentant des valeurs de marché.

Ainsi, les conventions de service qui ont été mise en place entre les Parties ne constituent pas un mécanisme de complément de prix au profit des filiales du groupe Louis Delhaize.

5.1.6 - Potentiels ajustements haussiers en cas de cession par l'Initiateur d'actions au capital du Groupe à un tiers

Le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle prévoit qu'en cas de vente par l'Initiateur d'actions au capital du Groupe à un tiers pour un prix par action qui, augmenté de toute distribution de dividende (i) en excès par rapport à la distribution moyenne des 3 dernières années précédant le *closing* de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle et (ii) intervenue entre ce dernier et la date effective de la vente desdites actions, est supérieur au prix par action constaté dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle, les filiales du groupe Louis Delhaize recevront une compensation financière de la part de l'Initiateur.

Le montant de la compensation financière au profit des filiales du groupe Louis Delhaize correspondra au produit :

- du différentiel de prix par action entre celui ressortant de la vente par l'Initiateur d'actions au capital du Groupe à un tiers celui ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle ;
- d'un nombre d'actions correspondant au minimum entre d'une part le nombre d'actions transférées dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle, diminué du nombre d'action correspondant à d'éventuelles compensations financières déjà intervenues, et d'autre part le nombre d'actions faisant l'objet de la vente au tiers.

Nous précisons que ces dispositions sont également applicables en cas de transfert, contribution ou fusion impliquant des actions au capital du Groupe détenues par l'Initiateur au profit d'un tiers, et sont limitées à une durée de 18 mois suivant le *closing* de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle.

Cette typologie de mécanisme, usuelle dans le cadre de transactions, permet de protéger le vendeur de toute opération à visée spéculative entreprise par l'initiateur, dans la mesure où les plus-values qui seraient générées reviendraient au vendeur jusqu'à l'atteinte de sa quote-part de détention au capital du groupe cédé avant l'opération.

Au cas d'espèce, et dans la mesure où l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle s'inscrit dans un contexte de stratégie opérationnelle plus large impliquant l'acquisition du parc de magasins Cora en France par le groupe Carrefour, la probabilité de déclenchement de ce mécanisme peut être considérée comme nulle.

Ainsi, le mécanisme de potentiels ajustements haussiers en cas de cession par l'Initiateur d'actions au capital du Groupe à un tiers ne constitue pas un mécanisme de complément de prix au profit des filiales du groupe Louis Delhaize.

5.1.7 - Synthèse

Il ressort de l'analyse du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle que la seule opération susceptible de constituer un complément sur le prix de cession conclu entre les Parties, après prise en compte des *leakage* non autorisés d'un montant de 1,3m€, ayant entraîné une diminution du prix fixé aux termes du contrat, est la cession des titres de la société Foncibel détenus par le Groupe au profit du groupe Louis Delhaize et de ses filiales, pour un montant de 13,0m€.

En tenant compte d'une méthodologie analogue à celle utilisée dans le cadre de l'extériorisation de la valeur des fonds propres du Groupe retenue dans le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, la valeur des fonds propres de la société Foncibel ressort à une valeur de 20,0m€.

Ainsi, il existe aux termes et conditions du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle un potentiel complément de prix de 7,0m€, correspondant à un montant de 0,23€ par action cédée, au profit du groupe Louis Delhaize et des filiales restant dans son périmètre.

Après intégration de ce complément de prix, le prix par action ajusté ressortant de la cession du Bloc de Contrôle ressort à une valeur de 9,25€, soit une valeur très inférieure au Prix d'Offre.

Ainsi, il n'existe au niveau de l'ensemble des termes et conditions du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle aucune disposition qui viendrait remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

5.2 - Promesse d'Achat

En date du 28 juin 2024, l'Initiateur a consenti une promesse unilatérale d'achat portant sur la participation au capital du Groupe détenue par la société Primonial Capimmo.

Notamment, la Promesse d'Achat présente le prix ferme proposé, les éventuelles conditions suspensives à la réalisation de l'opération, le sort des frais et débours en cas d'exercice de la promesse, et les engagements résultant de l'absence d'exercice de la promesse.

La Promesse d'Achat a fait l'objet d'une acceptation en date du 25 juillet 2024 par la société Primonial Capimmo. A la suite du *closing* de cette opération, l'Initiateur détenait 99,82% du capital du Groupe (la participation de la société Primonial Capimmo au capital du Groupe représentant 6,98%).

Nous avons analysé les principales dispositions contractuelles de la Promesse d'Achat. Il ressort de celle-ci les éléments suivants :

- le prix proposé dans le cadre de l'acquisition de la participation au capital du Groupe détenue par la société Primonial Capimmo correspond à un prix ferme de 11,93€, sans possibilité pour cette dernière de prétendre à un quelconque complément de prix au titre de la mise en œuvre par l'Initiateur d'une offre publique suivie d'un retrait obligatoire sur les titres du Groupe à des conditions, notamment de prix, plus favorables ;
- l'exercice de la Promesse d'Achat est principalement subordonné à la réalisation de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle ;
- l'ensemble des frais et débours liés à la réalisation de l'opération seront supportés par les parties à hauteur des montants engagés, étant précisé que les frais et débours liés au règlement livraison de la participation au capital du Groupe détenue par la société Primonial Capimmo seront supportés à parts égales entre les parties ;
- la société Primonial Capimmo s'engage, en cas d'absence d'exercice de la promesse, et pendant une durée de 12 mois, à ne pas contester les termes de toute offre publique mise en œuvre par l'Initiateur sur les titres du Groupe, ainsi qu'à ne pas apporter ses titres en cas de mise en œuvre d'une offre publique par l'Initiateur sur les titres du Groupe à un prix supérieur à celui proposé aux termes de la Promesse d'Achat.

Ainsi, la Promesse d'Achat ne contient pas de mécanisme de complément de prix au profit de la société Primonial Capimmo.

Il n'existe donc au niveau de l'ensemble de ses termes et conditions aucune disposition qui viendrait remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

5.3 - Potentielles synergies résultant du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur

En date du 12 juillet 2023, l'Initiateur a communiqué au marché l'existence d'un accord relatif à l'acquisition du Bloc de Contrôle au capital du Groupe entre les Parties.

Aux termes de ce communiqué, il est notamment précisé le fait que « [...] Les synergies récurrentes sont estimées à 5 millions d'euros (en rythme annuel) et seront composées principalement d'économies en matière de frais de structure (hors frais de personnel). ».

Au cas d'espèce, et dans la mesure où il est usuel de partager entre cessionnaire et cédant les potentielles synergies résultant de la réalisation d'opérations impliquant le changement de contrôle au niveau de la société cédée (la cristallisation du partage de cette valeur étant implicitement intégrée à la prime de contrôle payé par le cessionnaire), nous avons effectué un chiffrage préliminaire de la valeur actualisée des potentielles synergies résultant de l'acquisition du Groupe par l'Initiateur.

Dans le cadre de la réalisation de ce chiffrage, nous avons tenu compte :

- d'un taux d'impôt correspondant au taux d'imposition sur les sociétés en vigueur en France, augmenté de la contribution additionnelle des entreprises, soit 25,8% ;
- d'un taux d'actualisation correspondant à la moyenne des taux d'actualisation Shopping et Proximité 30 juin 2024, pondérée par les poids respectifs des deux périmètres dans l'évaluation du portefeuille immobilier du Groupe à la même date (80% pour la partie Shopping et 20% pour la partie - voir section 1.2.3), soit 8,1%.

Il ressort de la prise en compte de ces différents paramètres une valeur actualisée des potentielles synergies résultant de l'acquisition du Groupe par l'Initiateur de 45,8m€, telle que présentée dans le tableau ci-dessous :

Calcul de la valeur des synergies		
En m€		
Synergies annuelles	(a)	5,0
Impôts sur les sociétés	(b)	-1,3
Synergies annuelles nettes	(c) = (a) - (b)	3,7
Taux d'actualisation	(d)	8,1%
Valeur actualisée des synergies	(e) = (c) / (d)	45,8

Nous précisons que, dans la mesure où le Groupe supporte également des frais généraux et de structure qui ne sont pas pris en compte dans l'évaluation de son portefeuille immobilier, le levier opérationnel du Groupe dans son ensemble est nécessairement plus important que celui du portefeuille immobilier pris isolément.

A ce titre, le taux d'actualisation retenu dans notre chiffrage, extériorisé à partir des taux d'actualisation retenus dans le cadre de l'évaluation du portefeuille immobilier, correspond nécessairement à un taux plancher, et maximise la valeur actualisée des potentielles synergies résultant de l'acquisition du Groupe par l'Initiateur telle que ressortant de notre chiffrage.

En considérant, dans un optique prudente, un partage égalitaire de cette valeur actualisée entre cédant et cessionnaire, qui constitue la fourchette haute des hypothèses envisageables (il semble en effet déraisonnable de penser qu'un cessionnaire soit prêt à payer au cédant plus de 50% des potentielles synergies de coûts, qui sont par nature aléatoires et découlent uniquement de sa capacité à optimiser la structure de charges existante), la valeur actualisée des potentielles synergies résultant de l'acquisition du Groupe par l'Initiateur qui pourrait revenir aux actionnaires du Groupe est de 22,9m€.

En tenant compte du nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation, soit 32.446.726, la valeur actualisée des potentielles synergies résultant de l'acquisition du Groupe par l'Initiateur qui pourrait revenir aux actionnaires représente un montant de 0,71€ par action.

Néanmoins, nous rappelons que le Prix d'Offre extériorise des primes de respectivement 64,4% et 5,81€ par action sur le prix ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle (voir section 3.3.3.1), 60,3% et 5,58€ par action sur le prix ajusté ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle (voir section 3.3.3.2), et 24,3% et 2,90€ par action sur le prix ressortant de la Promesse Unilatérale d'Achat (voir section 3.3.3.3).

Par ailleurs, le Prix d'Offre extériorise des primes de respectivement 44,7% et 41,0% par action, soit respectivement 4,51€ et 4,38€, sur les valeurs ressortant de la méthode des multiples boursiers, appliquée à l'ANR EPRA NDV par action du Groupe et à l'ANR EPRA NDV par action ajusté du Groupe au 30 juin 2024.

Le différentiel entre les valeurs extériorisées par ces différentes approches, qui correspondent intrinsèquement à des valeurs d'échange applicables entre deux parties indépendantes et consentantes évoluant sur un marché actif, dans des conditions qui ne sont pas affectées par des circonstances exceptionnelles, et le Prix d'Offre, est nettement supérieur à la valeur actualisée des potentielles synergies résultant de l'acquisition du Groupe par l'Initiateur qui pourrait revenir aux actionnaires.

Dans ces conditions, l'existence de potentielles synergies résultant du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur, et qui ne feraient pas l'objet d'un partage entre cédant et cessionnaire, n'est pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous n'avons pas reçu à la date du présent rapport d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires.

6.2 - Analyse et appréciation des observations

N'ayant reçu aucune observation écrite d'actionnaires minoritaires, nous n'avons pas eu à analyser et apprécier des observations de leur part.

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'Etablissement Présentateur et fait ressortir les primes (+) ou décotes (-) suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement Présentateur			Expert Indépendant	Primes offertes par le prix de l'Offre de 14,83€
	Bas	Valeur Centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales:					
Méthode de l'actif net réévalué (ANR)					
ANR EPRA NDV par action au 31/12/2023		14,94 €		n.a	n.a
ANR EPRA NDV par action au 30/06/2024		14,44 €		14,44 €	2,7%
ANR EPRA NDV par action ajusté au 30/06/2024		n.a		14,83 €	0,0%
Méthode des comparables boursiers					
ANR EPRA NDV par action au 31/12/2023		8,85 €		n.a	n.a
ANR EPRA NDV par action au 30/06/2024		n.a		10,25 €	44,7%
ANR EPRA NDV par action ajusté au 30/06/2024		n.a		10,52 €	41,0%
Référence aux transactions récentes sur le capital					
Prix par action ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle		9,02 €		9,02 €	64,4%
Prix par action ajusté ressortant de l'acquisition du Bloc de Contrôle		n.a		9,25 €	60,3%
Prix par action ajusté ressortant de l'exercice de la Promesse d'achat		11,93 €		11,93 €	24,3%
Méthodes indicatives:					
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 28 juin 2024)		14,00 €		14,00 €	5,9%
Cours moyen pondéré 20 jours*		n.a		14,09 €	5,3%
Cours moyen pondéré 1 mois*		14,03 €		n.a	n.a
Cours moyen pondéré 2 mois*		14,64 €		n.a	n.a
Cours moyen pondéré 60 jours*		n.a		14,50 €	2,3%
Cours moyen pondéré 3 mois*		14,67 €		n.a	n.a
Cours moyen pondéré 120 jours*		n.a		14,56 €	1,9%
Cours moyen pondéré 6 mois*		14,74 €		n.a	n.a
Cours moyen pondéré 180 jours*		n.a		14,61 €	1,5%
Cours moyen pondéré 9 mois*		14,84 €		n.a	n.a
Cours moyen pondéré 250 jours*		n.a		14,72 €	0,7%
Cours moyen pondéré 12 mois*		14,94 €		n.a	n.a
Plus haut en clôture 1 an		15,40 €		15,04 €	-1,4%
Plus bas en clôture 1 an		14,00 €		14,00 €	5,9%
Méthodes exclues:					
Méthode des transactions comparables					
ANR EPRA NDV par action au 30/06/2024		15,27 €		n.a	n.a

n.a: non applicable

*calcul des cours moyen pondérés au 28/07/2024

A la date du dépôt de la note d'information, l'Initiateur détient 32.387.721 actions de la société Galimmo SCA, représentant 99,82 % de son capital, et autant de droits de vote.

Le dépôt de l'Offre fait suite au franchissement direct et indirect en hausse par l'Initiateur du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la société Galimmo SCA, résultant de la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle en date du 1^{er} juillet 2024.

Le projet d'Offre s'inscrit dans le cadre d'un projet global de l'Initiateur de rationalisation de l'actionnariat de la société Galimmo SCA. À cet égard, et comme indiqué dans son communiqué de presse en date du 1^{er} juillet 2024, l'Initiateur souhaite mettre en œuvre, si nécessaire, un Retrait Obligatoire à la suite de la réalisation de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée ; l'Offre ayant ainsi *in fine* pour conséquence un retrait de la cote de la société Galimmo SCA.

Notre analyse de la valeur de l'action de la société Galimmo SCA fait ressortir des valeurs comprises :

- entre 14,44€ et 14,83€ pour la méthode de l'actif net réévalué (méthode retenue à titre principal) ;
- entre 10,25€ et 10,52€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal) ;
- entre 9,02€ et 11,93€ pour la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe (méthode retenue à titre principal) ;
- entre 14,09€ (cours moyen 20 jours) et 14,50€ (cours moyen 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse, et de 14,00€ pour le cours spot au 28 juin 2024, dernière date d'échanges sur le titre précédant l'annonce au marché du *closing* de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle – le cours ayant été suspendu en date du 1^{er} juillet 2024 (méthode retenue à titre indicatif).

Le prix offert de 14,83€ par action dans le cadre de la présente Offre présente une prime :

- comprise entre une valeur nulle et 2,7% sur les valeurs ressortant de la méthode de l'actif net réévalué ;
- comprise entre 41,0% et 44,7% sur les valeurs ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- comprise entre 24,3% et 64,4% sur les valeurs ressortant de la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe ;
- comprise entre 2,3% et 5,3% pour la référence aux moyennes de cours de bourse, et de 5,9% pour le cours spot au 28 juin 2024.

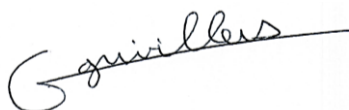
En outre, l'examen des éléments connexes à l'Opération, à savoir le contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle, la Promesse d'Achat, et les potentielles synergies résultant du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur, nous permet de conclure que ceux-ci ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix équivalent à l'ANR EPRA NDV du Groupe au 30 juin 2024, ajusté de l'impact de la cession des titres de la société Foncibel à un prix inférieur à sa valeur comptable.

Le Prix d'Offre présente des primes sur l'ensemble des autres méthodes d'évaluation et références de valeur prises en compte dans notre travaux d'évaluation, comprises entre 2,3% et 64,4%.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 14,83€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, suivie d'un Retrait Obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Galimmo SCA.

Fait à Levallois-Perret, le 5 septembre 2024



L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Olivier Grivillers



www.crowe-haf.fr

Proposition de mission
relative à la réalisation d'une
expertise indépendante sur la
valeur des titres de la société
Galimmo SCA dans le cadre
d'une offre publique d'achat
simplifiée, pouvant être suivie
d'un retrait obligatoire
(OPAS-RO)

2 juillet 2024

Audit / Tax / Advisory

Smart decisions. Lasting value.

Sommaire

1. Définition de la mission	1
2. Notre approche de la mission	4
3. Notre proposition d'intervention	6
4. Conditions particulières	7
5. Acceptation de la mission	8
Annexe 1 : Estimation du budget.....	9

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 525 250 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracomunitaire FR 02 413 817 743

www.crowe-haf.fr

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suédois (« Verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2024 Crowe HAF



Crowe HAF
16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

Galimmo SCA
A l'attention du Conseil de Surveillance
37 rue de la Victoire
75009 Paris

Levallois-Perret, le 2 juillet 2024

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL

Mesdames, Messieurs,

Nous avons le plaisir de vous adresser notre lettre de mission relative à la mission d'expertise indépendante portant sur l'évaluation des titres de la société Galimmo SCA (ci-après la « Société »), dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée, pouvant être suivie d'un retrait obligatoire (ci-après « OPAS-RO » ou « Offre ») envisagée par le groupe spécialisé dans les foncières de commerce Carmila (ci-après l'« Initiateur »).

Notre compréhension du contexte et de l'objectif de la mission que vous envisagez de nous confier, ainsi que les travaux à effectuer sont exposés dans le document joint.

Nous vous en souhaitons bonne réception et restons à votre entière disposition pour vous fournir toutes informations complémentaires que vous pourriez souhaiter ou pour adapter notre lettre de mission.

Si les termes de cette lettre vous conviennent, nous vous invitons, pour marquer votre accord, à nous retourner un exemplaire dûment signé.

Avec nos remerciements pour ce témoignage de votre confiance, nous vous prions de croire, Monsieur, en l'expression de notre considération distinguée.

L'Expert indépendant

Crowe HAF
Membre du réseau Crowe Global

Olivier GRIVILLERS
Associé

1. Définition de la mission

1.1. Contexte de l'opération

Créé en 2016 à la suite de la réorientation de l'activité de la société des Etablissements Gautsch par la société Galimmo Real Estate, le groupe Galimmo (ci-après le « Groupe ») est un acteur d'envergure nationale spécialisé dans la détention, la valorisation et la gestion d'actifs immobiliers à usage de commerce.

Le capital de la Société, maison mère du Groupe, est majoritairement détenu par le groupe Louis Delhaize (ci-après l'« Actionnaire de Référence ») ; ce dernier ayant impulsé la réorientation du Groupe pour les besoins de l'exploitation des enseignes du groupe Cora en France, dont il possède également le contrôle. A ce titre, le Groupe détient un portefeuille d'actifs de commerce exclusivement composé de centre commerciaux attenants à des hypermarchés Cora.

Au 31 décembre 2023, le patrimoine du Groupe s'élève à 675,3m€ hors droits de mutation et comprend 52 sites commerciaux, principalement situés dans les régions Grand-Est et Hauts-de-France, regroupant 1.089 locaux commerciaux sur une surface totale de 150.556 m², répartis entre deux typologies d'actifs :

- 13 sites commerciaux constituant des lieux de destination de shopping, et qui représentent environ 80% du patrimoine du Groupe ;
- 39 sites commerciaux de taille plus réduite dont l'offre est essentiellement tournée vers les services, et qui représentent environ 20% du patrimoine du Groupe.

Le Groupe a réalisé 42,0m€ de revenus locatifs nets pour un résultat opérationnel de 11,3m€ lors du dernier exercice clôturé. Nous comprenons que le capital de la Société est composé d'actions ordinaires et d'instruments donnant accès au capital (notamment plans d'AGA).

La Société est une société cotée sur Euronext Growth, sous le code ISIN « FR0000030811 » et le mnémonique GALIM, qui a été introduite en bourse au deuxième semestre de l'année 1991.

En date du 12 juillet 2023, le groupe Carrefour a annoncé avoir conclu un accord avec l'Actionnaire de Référence en vue de l'acquisition des enseignes Cora et Match en France, avec un *closing* de l'opération attendu à l'été 2024.

Concomitamment, le Groupe Carmilla a annoncé avoir conclu un accord avec l'Actionnaire de Référence en vue de l'acquisition d'une participation majoritaire représentant 93% du capital de la Société (ci-après le « Bloc de Contrôle »), via l'acquisition de plusieurs blocs d'actions et des titres de l'Associé Commandité Galimmo Services France, pour un prix de 9,10€ par action.

Le *closing* de l'opération est intervenu en date du 1^{er} juillet 2024, pour un prix de 9,02€ par action, à la suite de l'obtention de l'ensemble des autorisations réglementaires (notamment celles relatives au contrôle des concentrations).

Préalablement au *closing* de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle, le Groupe a cédé à l'Actionnaire de Référence l'ensemble des titres de la société Foncibel, holding financière détenant une participation minoritaire (15%) au capital de la société Galimmo Châtelaineau, et obtenu le remboursement de son compte-courant vis-à-vis de celle-ci.

Par ailleurs, l'Initiateur a annoncé en date du 1^{er} juillet 2024 avoir consenti à Primonial une promesse unilatérale d'achat exerçable jusqu'au 30 juillet 2024, et portant sur l'intégralité de sa participation au capital de la Société, pour un prix de 11,93€ par action.

A la suite du *closing* de l'opération d'acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur souhaite déposer auprès de l'AMF une OPAS, dont nous comprenons qu'elle pourrait être suivie d'un RO en cas d'exercice par Primonial de la promesse d'achat susmentionnée, pour un prix par action proposé au moins équivalent à celui proposé à Primonial.

En parallèle, le Conseil de Surveillance de la Société devrait se réunir durant le mois de juillet 2024 afin de désigner un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'OPAS. Au vu du rapport de l'expert indépendant, le Conseil de Surveillance rendra, le moment venu, un avis motivé sur le projet d'OPAS, pouvant être suivie d'un RO, qui sera inclus dans la note d'information en réponse de la Société déposée auprès de l'AMF.

1.2. Objectif de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'OPAS, pouvant être suivie d'un RO, d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Galimmo SCA, fera l'objet d'une attestation par un expert indépendant nommé par le Conseil de Surveillance de la Société.

La Société n'ayant pas la capacité de constituer un comité ad hoc composé d'au moins trois membres du Conseil de Surveillance et comportant une majorité de membres indépendants, le Conseil de Surveillance soumettra le nom de l'expert indépendant à l'AMF conformément à l'article 261 du règlement général de l'AMF. L'expert sera ainsi désigné sous réserve du droit de veto de l'AMF à l'encontre de la nomination conformément au 261-1-1 I du règlement général de l'AMF.

La mission d'expert indépendant que vous envisagez de nous confier s'inscrit donc dans ce contexte et viserait ainsi à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre.

Lorsque l'expert sera désigné, il lui sera remis, conformément à l'instruction DOC-2006-08 de l'AMF, une lettre de mission contenant les contours précis de la mission envisagée, les situations de conflits d'intérêts et le fondement réglementaire de la mission.

1.3. Calendrier de l'opération

L'expert indépendant serait désigné par le Conseil de Surveillance durant le mois de juillet 2024.

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation de bourse. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

Nous comprenons que le dépôt de notre rapport devrait intervenir au début du mois de septembre 2024.

Le calendrier définitif et détaillé de l'opération nous sera communiqué ultérieurement.

Nous vous informons que nous avons d'ores et déjà pris nos dispositions pour respecter ce calendrier, et que nous nous adapterons en cas de modification du calendrier définitif de l'opération.

L'équipe pressentie sera entièrement disponible pour réaliser cette mission.

1.4. Cadre réglementaire de notre mission

Nos diligences seront donc effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, en vigueur depuis le 8 février 2020, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante elle-même complétée des recommandations de l'AMF, l'instruction et les recommandations ayant été modifiés le 10 février 2020.

1.5. Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006¹ prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

En particulier, nous vous indiquons que Crowe HAF, comme ses associés et collaborateurs :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance,
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code de Commerce au cours des dix-huit derniers mois,
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la société cible au cours des dix-huit derniers mois,
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'offre, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF attestent donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

¹ Modifiée le 10 février 2020

2. Notre approche de la mission

2.1. Notre analyse

Nos travaux correspondant à la mission que vous envisagez de nous confier comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

1. Des entretiens avec le management du Groupe ainsi qu'avec les conseils (établissement présentateur et avocats),
2. L'analyse des états financiers historiques consolidés du Groupe au 31 décembre 2023, 2022 et 2021, ainsi que des derniers états financiers semestriels publiés.
3. L'analyse des principaux indicateurs EPRA du Groupe, et des éventuels retraitements nécessaires dans le cadre de l'homogénéisation avec les données présentées par les comparables boursiers,
4. L'analyse des conditions, ainsi que de la documentation juridique et financière, relatives à la cession de la participation minoritaire au capital de la société Galimmo Châtelineau,
5. L'analyse de la documentation juridique et financière relative à l'acquisition du Bloc de Contrôle,
6. L'analyse des éventuels accords connexes conclus dans le cadre de l'offre,
7. L'analyse du cours de bourse de la Société,
8. L'analyse des transactions récentes (offres publiques) intervenues dans le secteur où opère le Groupe,
9. L'analyse des principaux indicateurs EPRA des sociétés comparables cotées, et des décotes d'ANR extériorisées,
10. L'analyse des éventuelles synergies issues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur,
11. L'analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur du Groupe,
12. L'analyse de la structure du capital et le traitement des instruments dilutifs existant,
13. La présentation des résultats de nos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à notre fourchette de valeurs,
14. L'analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur,
15. L'analyse de la note en réponse à l'offre (hors rapport de l'expert indépendant),
16. La rédaction de notre rapport et les échanges avec l'AMF et le cas échéant avec les actionnaires minoritaires.

Notre mission ne prévoit pas de travaux de nature juridique et fiscale, ni d'expertise immobilière et technique. Des points d'avancement réguliers seront effectués avec les conseils afin d'anticiper au mieux les problématiques rencontrés.

Notre analyse s'appuiera sur des informations publiques et sur l'étude de documents obtenus auprès du management de la Société et ses conseils. Une liste de documents préliminaires nécessaires à la réalisation de notre mission vous sera fournie au démarrage de notre mission.

2.2. Notre Méthodologie

Notre méthodologie sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour évaluer la Société. Les méthodes suivantes pourraient être retenues :

- Références à l'acquisition du Bloc de Contrôle

Il sera fait référence, dans l'appréciation du prix d'offre, aux accords conclus entre l'Actionnaire de Référence et l'Initiateur dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle par ce dernier, et notamment à l'existence ou non d'éventuelles clauses relatives à des mécanismes assimilables à des compléments de prix.

- Actif Net Réévalué

L'ANR (NRV, NTA ou NDV) est un critère prépondérant dans le cas de l'évaluation de sociétés foncières. Il correspond à la valeur des capitaux propres intégrant la réévaluation des immeubles de placement à leur juste valeur.

- Analyse de sociétés cotées comparables

Cette approche par comparaison est fondée sur l'analyse des décotes et multiples pertinents entre la capitalisation boursière de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers EPRA (ANR - NRV, NTA ou NDV - RNR, taux de rendement...).

- Comparaison avec des transactions récentes du secteur

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers EPRA (ANR - NRV, NTA ou NDV - RNR, taux de rendement...) des sociétés cibles.

- Analyse du cours de bourse

Une analyse de la liquidité du titre et du cours de bourse sera effectuée.

- Analyse des notes d'analystes

Une analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur de la Société sera réalisée. Il sera fait référence aux objectifs de cours des analystes.

- Référence aux transactions récentes sur le capital de la société

Dans le cas où des acquisitions ou accords d'acquisitions hors marché et avant l'offre seraient conclus, une analyse des conditions financières de ces transactions sera effectuée.

3. Notre proposition d'intervention

3.1. Equipe

L'équipe proposée a une forte séniorité et une pratique développée sur ce type de missions et dans le secteur d'activité dans lequel opère le Groupe.

Olivier Grivillers sera signataire de l'expertise indépendante. Il prendra en charge la rédaction du rapport et les relations avec les tiers (société cible, banque présentatrice, avocats et Autorité des Marchés Financiers).

Trois autres personnes seront affectées à cette mission :

- Maxime Hazim, associé ;
- Benjamin Dusautoir, manager ;
- Inès Meflah, superviseur.

Tous les intervenants de l'équipe sont diplômés de l'enseignement supérieur et ont réalisé de nombreuses missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Les CV des différents intervenants sont présentés en Annexe 2.

Marc de Prémare, associé au sein du département évaluation, procédera à la revue indépendante du rapport. Managing Partner de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF, Marc de Prémare a déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat aux Comptes et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

Il a plus de 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

3.2. Honoraires

Les travaux seront facturés d'après les temps passés. Les temps proposés, dans le document ci-joint, sont indiqués en fonction de notre connaissance actuelle du dossier.

Le budget estimé est compris entre 35 et 40 jours, soit un montant d'honoraires hors taxes et débours compris entre 70.000€ et 80.000€, compte tenu d'un taux de vacation journalière moyen global des différents intervenants d'environ 2.000€. En cas d'acceptation de votre part de notre lettre de mission et au démarrage de nos travaux, un acompte de 25.000€ vous sera demandé.

La répartition de ce budget est indiquée en Annexe 1 « Estimation du budget ». Le règlement du solde de nos honoraires sera effectué à la remise de notre rapport.

En cas d'interruption de la mission, à votre demande, pour quelque motif que ce soit, les honoraires resteront dus à concurrence de la somme obtenue sur la base du décompte des temps passés depuis le début de nos travaux jusqu'à l'avis d'interruption de la mission.

4. Conditions particulières

4.1. Limitation de responsabilité

Crowe HAF s'engage à mettre en œuvre les moyens et compétences nécessaires à la bonne réalisation de la mission telle que définie ci-avant.

En cas de dommages qui résulteraient directement d'un manquement à l'une de nos obligations ou de négligences dans la réalisation des diligences convenues, le montant total des dommages qui pourrait nous être réclamé, ne saurait excéder, toutes causes de préjudice confondues, une somme correspondant au montant des honoraires encaissés par Crowe HAF au titre des travaux résultant de la présente lettre de mission.

Ces conditions de responsabilité constituent le plafond des obligations. Toute autre responsabilité est expressément exclue, notamment pour pertes de chance d'économies ou de bénéfices ou pour baisse des résultats. Toute action légale devrait être entreprise au plus tard un an à partir de la date de connaissance des faits et dans tous les cas au plus tard trois ans à compter de la date de notre rapport.

4.2. Secret professionnel

Les règles déontologiques de la profession et les procédures internes de Crowe HAF garantissent la stricte observation du secret professionnel.

5. Acceptation de la mission

Pour Crowe HAF



Olivier Grivillers
Associé

La signature ci-dessous, précédée de « Bon pour accord », vaut pour acceptation de la lettre de mission :

Accord au nom de la société Galimmo SCA

Signature



Nom ERIC RAVOIRE

Fonction PRÉSIDENT DE GALIMMO SERVICES FRANCE, GERANT

Date 23 Juillet 2024

Annexe 1 : Estimation du budget

Budget de l'expert indépendant :

OPAS/OPAS-RO visant les titres de la société Galimmo SCA

Nature des travaux	Nombre de jours	
	Fourchette basse	Fourchette haute
1. Prise de connaissance et analyse du contexte de l'opération - Réunions préparatoires - Prise de connaissance générale de la société et du contexte de l'opération - Entretien avec les dirigeants du Groupe et leurs conseils - Entretien avec les conseils responsables de l'évaluation immobilière - Analyse et compréhension du projet d'offre publique	3	3
2. Préparation de l'évaluation - Analyse du contexte juridique, fiscal et social - Analyse des contrats liés à l'acquisition du Bloc de Contrôle - Analyse des conditions et des contrats liés à la cession de la participation minoritaire au capital de la société Galimmo Châtellineau - Analyse des accords connexes à l'offre (si applicable) - Analyse des éventuelles synergies issues de l'opération (si applicable) - Analyse des états financiers historiques (bilan et compte de résultat) - Analyse des principaux indicateurs EPRA du Groupe	8	10
3. Evaluation multicritère de la société - Méthode de l'ANR Mise en œuvre de la méthode au regard des indicateurs EPRA du Groupe Revue des travaux des conseils responsables de l'évaluation immobilière Analyse des retraitements nécessaires à l'homogénéisation des données avec les pratiques de marché - Méthode des comparables boursiers Recherche de comparables boursiers Valorisation des comparables en termes de décotes d'ANR et multiples Evaluation de la société par analogie en fonction des décotes et multiples obtenus - Méthode des transactions comparables Recherche de transactions comparables Valorisation des transactions comparables en termes de décotes d'ANR et multiples Evaluation de la société par analogie en fonction des décotes et multiples obtenus - Méthode du cours de bourse Analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) Calcul des différentes moyennes du cours de bourse - Référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle - Référence aux objectifs de cours des analystes (si applicable) - Référence aux transactions récentes sur le capital de la société (si applicable) - Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats - Détermination d'une fourchette de valeurs - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur	16	18
4. Rédaction du rapport et échanges avec l'AMF	8	9
Total Jours	35	40