

## NOTE D'INFORMATION ÉTABLIE PAR



### EN RÉPONSE À L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ LOCINDUS INITIÉE PAR CRÉDIT FONCIER DE FRANCE



**CRÉDIT FONCIER**

#### AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 23 janvier 2019, apposé le visa n° 19-022 sur la présente note en réponse.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de Locindus SA ([www.locindus.fr](http://www.locindus.fr)) et peut être obtenue sans frais auprès de :

**Locindus SA**  
19, rue des Capucines  
75 001 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 Locindus SA 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 de retrait selon les mêmes modalités.

## Table des matières

<b>1</b>	<b>RAPPEL DES CONDITIONS DE L’OFFRE .....</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>CONTEXTE ET MOTIFS DE L’OFFRE .....</b>	<b>5</b>
<b>2.1</b>	<b>Projet de Restructuration .....</b>	<b>5</b>
<b>2.2</b>	<b>Motifs de l’Offre .....</b>	<b>7</b>
<b>3</b>	<b>AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE LOCINDUS .....</b>	<b>8</b>
<b>3.1</b>	<b>Rappel des décisions préalables du conseil d’administration relatives à l’Offre .....</b>	<b>8</b>
<b>3.2</b>	<b>Avis motivé du conseil d’administration .....</b>	<b>8</b>
<b>4</b>	<b>INTENTION DES ADMINISTRATEURS DE LOCINDUS .....</b>	<b>11</b>
<b>5</b>	<b>INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES ....</b>	<b>11</b>
<b>6</b>	<b>ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRÉCIATION OU L’ISSUE DE L’OFFRE.....</b>	<b>11</b>
<b>7</b>	<b>ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE .....</b>	<b>12</b>
<b>7.1</b>	<b>Structure du capital de Locindus.....</b>	<b>12</b>
<b>7.2</b>	<b>Restrictions statutaires à l’exercice des droits de vote et aux transferts 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.....</b>	<b>13</b>
<b>7.3</b>	<b>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 .....</b>	<b>13</b>
<b>7.4</b>	<b>Liste des détenteurs d’actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....</b>	<b>13</b>
<b>7.5</b>	<b>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....</b>	<b>13</b>
<b>7.6</b>	<b>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.....</b>	<b>13</b>
<b>7.7</b>	<b>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d’administration ainsi qu’à la modification des statuts de Locindus .....</b>	<b>13</b>
<b>7.7.1.</b>	<b>Nomination et remplacement des membres du conseil d’administration .....</b>	<b>13</b>
<b>7.7.2.</b>	<b>Modification des statuts de Locindus .....</b>	<b>14</b>
<b>7.8</b>	<b>Pouvoirs du conseil d’administration, en particulier concernant l’émission ou le rachat d’actions .....</b>	<b>15</b>
<b>7.9</b>	<b>Accords conclus par Locindus étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle Locindus .....</b>	<b>15</b>
<b>7.10</b>	<b>Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d’administration 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.....</b>	<b>15</b>

<b>8</b>	<b>RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....</b>	<b>16</b>
<b>9</b>	<b>MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNÉES À L'ARTICLE 231-28 DU RÉGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF</b>	<b>16</b>
<b>10</b>	<b>PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE</b>	<b>17</b>

## 1 RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF, Crédit Foncier de France, société anonyme dont le siège est situé 19, rue des Capucines, 75 001 Paris, immatriculée sous le numéro 542 029 848 R.C.S. Paris (le « **Crédit Foncier** » ou l'« **Initiateur** ») offre irrévocablement aux actionnaires de la société Locindus, société anonyme à conseil d'administration, dont le siège social est situé 19 rue des Capucines, 75 001 Paris et immatriculée sous le numéro 642 041 768 R.C.S. Paris (« **Locindus** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité des actions Locindus non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur et admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000121352 au prix de 26,50 euros par action (le « **Prix de l'Offre** ») dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Natixis SA, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissement présentateur, a déposé un projet de note d'information auprès de l'AMF le 20 décembre 2018. La note d'information établie par l'Initiateur a reçu le visa de l'AMF n° 19-021 en date du 23 janvier 2019 (la « **Note d'Information** »). Natixis SA garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes Locindus non détenues par l'Initiateur à la date de la Note d'Information, soit un nombre total de 2.583.312 actions Locindus, représentant, à la date de la présente note réponse (la « **Note en Réponse** »), 24,21% du capital et des droits de vote de la Société<sup>1</sup>.

En application de l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, dans la mesure où les actions non apportées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, Crédit Foncier a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »). Dès lors, les actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre (autres que celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre (26,50 euros par action), nette de tous frais.

---

<sup>1</sup> Sur la base d'un capital composé de 10.668.982 actions représentant autant de droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

## 2 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

### 2.1 Projet de Restructuration

Le groupe BPCE, dont l'entité juridique centrale est la société BPCE SA<sup>2</sup>, est le deuxième groupe bancaire en France et s'appuie sur deux réseaux de banques commerciales coopératives, autonomes et complémentaires : celui des quatorze Banques Populaires et celui des quinze Caisses d'Epargne (le « **Groupe BPCE** »). Il est un acteur majeur de la gestion d'actifs, de l'assurance, de la banque de grande clientèle et des services financiers spécialisés.

#### *Objectifs de l'intégration de Locindus au sein du Groupe BPCE*

Afin de répondre pleinement aux nouvelles exigences du marché des financements et de l'immobilier d'une part et de ses clients d'autre part, le Groupe BPCE a conçu et entamé en 2018 un projet d'intégration des activités et des équipes du Crédit Foncier (en ce compris Locindus).

Ce projet est issu du constat que le modèle d'établissement spécialisé sur le seul segment du financement immobilier n'est plus adapté ni compétitif, principalement en raison d'une absence de bancarisation des clients et d'un refinancement exclusif sur les marchés financiers.

Sa mise en place vise à adapter l'organisation actuelle aux nouvelles exigences du marché des financements de l'immobilier afin de répondre aux nouvelles attentes de ses clients, à la digitalisation des usages, à la concurrence de nouveaux acteurs ainsi qu'à la nécessité de mettre en place des processus industriels complets s'appuyant sur les nouveaux outils apportés par le digital et les assistants virtuels.

#### *Modalités du Projet de Restructuration*

Le projet de restructuration vise à l'intégration des activités et des équipes du Crédit Foncier (en ce compris Locindus) au sein des différentes entités du Groupe BPCE, à savoir des Banques Populaires, des Caisses d'Epargne, de Natixis, de Banque Palatine et de BPCE SA (le « **Projet de Restructuration** »).

Il consiste principalement en :

- *le redéploiement dans les banques du Groupe BPCE de la production nouvelle de crédits* : (i) l'activité de financement des particuliers serait intégrée au sein des Banques Populaires et des Caisses d'Epargne, assortie d'une bancarisation des nouveaux clients, (ii) les activités de financement *corporate* seraient redéployées au sein des Banques Populaires et des Caisses d'Epargne pour le logement social

---

<sup>2</sup> Société dont le siège social est sis 50, avenue Pierre Mendès France, 75 021 Paris Cedex 13 et immatriculée sous le numéro 493 455 042 RCS Paris.

et de Natixis pour le financement de projets et infrastructures, (iii) Socfim, qui deviendrait une filiale de BPCE SA, se positionnerait comme un acteur global du financement immobilier *corporate* en intégrant le financement à long terme des professionnels de l'immobilier à celui des promoteurs et (iv) Crédit Foncier Immobilier, filiale dédiée aux services immobiliers, expertises et commercialisation deviendrait filiale de BPCE SA et interviendrait pour l'ensemble du Groupe BPCE ;

- *la capitalisation sur les expertises spécifiques des équipes du Crédit Foncier* : (i) une plateforme nationale d'animation des partenariats immobiliers serait créée, (ii) une plateforme digitale intégrant un parcours complet de souscription de crédits serait développée et (iii) la plateforme nationale de gestion du suivi des crédits du Crédit Foncier serait développée ; et
- *le recentrage du Crédit Foncier sur deux missions* : (i) le refinancement du Groupe BPCE par l'intermédiaire de la Compagnie de Financement Foncier, repositionnée sur le refinancement d'actifs sur le secteur public et (ii) la gestion de l'encours des crédits existants jusqu'à leur extinction.

Le Projet de Restructuration a été annoncé le 26 juin 2018 et présenté aux organisations syndicales représentatives du Crédit Foncier. Il a également fait l'objet d'une procédure d'information consultation des instances représentatives du personnel du Crédit Foncier et des autres entités concernées du Groupe BPCE. L'avis de ces instances a été obtenu le 20 novembre 2018.

La nouvelle organisation portée par le Projet de Restructuration conduit à une gestion en extinction des activités du Crédit Foncier et de Locindus.

### ***Gestion en extinction de l'activité de Locindus***

L'activité de Locindus sera gérée en extinction à compter du 1<sup>er</sup> avril 2019, date à laquelle l'activité de développement commercial sera arrêtée. La mise en œuvre des nouveaux contrats correspondant à la production initiée jusqu'au 1<sup>er</sup> avril 2019 se poursuivra au cours d'une période d'environ six mois (soit jusqu'au 1<sup>er</sup> octobre environ). À compter de cette date, à l'exception des avenants aux contrats en cours, plus aucun nouveau contrat de crédit-bail, de prêt hypothécaire ou de location longue durée financière ne sera conclu. Les contrats précédemment conclus seront gérés jusqu'à leur terme conformément aux stipulations de la convention de gestion conclue entre Locindus et le Crédit Foncier, telle que modifiée le 20 décembre 2018.

Compte tenu de l'arrêt du développement commercial de la Société et de l'absence de mise en œuvre de nouveaux contrats (prestations jusqu'alors effectuées par le Crédit Foncier pour le compte de Locindus), Locindus et le Crédit Foncier se sont en effet accordés pour amender les stipulations de la convention de gestion existante afin de

modifier le périmètre d'intervention du Crédit Foncier et de réduire les prestations fournies.

Les termes de cet avenant ont été approuvés le 18 décembre 2018 par le conseil d'administration du Crédit Foncier et le 19 décembre 2018 par le conseil d'administration de Locindus.

Il prévoit l'arrêt des prestations de Crédit Foncier pour le compte de Locindus selon le calendrier indiqué ci-dessus. Les autres prestations demeurent inchangées, en particulier celles de gestion des encours, de gestion financière, de gestion des risques, de prestations informatiques, de gestion de la vie sociale et plus généralement de toutes les fonctions et obligations, notamment réglementaires, qui incombent à une société de financement.

La rémunération versée par Locindus au Crédit Foncier, calculée par application d'un pourcentage aux encours de la Société, décroîtra avec ces derniers. L'avenant prévoit en outre que la rémunération sera réduite de la façon suivante :

- maintien à 0,58% H.T. l'an des encours au premier trimestre 2019 ;
- réduction à 0,50% H.T. l'an des encours aux second et troisième trimestres 2019 ;  
et
- réduction à 0,40% H.T. l'an des encours au quatrième trimestre 2019 et au-delà.

Dans le cas où les conditions d'un retrait obligatoire seraient réunies et le retrait effectué, le Crédit Foncier se réserve la possibilité de simplifier la gestion de la Société et de ses actifs en procédant à des opérations de rapprochement, comme une fusion simplifiée avec le Crédit Foncier, ou de cessions.

## **2.2 Motifs de l'Offre**

Le dépôt du projet d'Offre résulte de la mise en œuvre du Projet de Restructuration tel que ci-avant détaillé. En effet, compte tenu de l'intégration au sein du Groupe BPCE des activités et des équipes du Crédit Foncier (en ce compris Locindus) et de la gestion en extinction consécutive de Locindus, la mise en œuvre du Projet de Restructuration entraînera la réorientation de l'activité sociale.

Crédit Foncier contrôlant Locindus, la mise en œuvre du Projet de Restructuration emporte, en application de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF, l'obligation pour Crédit Foncier de déposer un projet d'offre publique de retrait sur les actions Locindus.

### **3 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LOCINDUS**

#### **3.1 Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatives à l'Offre**

Les conseils d'administration de Locindus des 26 juillet et 8 novembre 2018 ont pris connaissance et suivi le Projet de Restructuration et le projet d'Offre de l'Initiateur, tel que mentionné dans les communiqués de presse publiés par l'Initiateur postérieurement à ces conseils et dans son rapport du premier semestre 2018.

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 21 novembre 2018 afin de prendre connaissance de l'obtention, le 20 novembre 2018, de l'avis des instances représentatives du personnel du Crédit Foncier et des autres entités concernées du Groupe BPCE et donc de la mise en œuvre du Projet de Restructuration. Au cours de cette réunion, le conseil d'administration a accueilli favorablement, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, le Projet de Restructuration.

Lors de cette même réunion du 21 novembre 2018, le conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Ledouble représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre. À l'issue de ce conseil, la Société a publié un communiqué de presse relatif à la désignation du cabinet Ledouble en tant qu'expert indépendant.

Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le conseil d'administration, lors de sa réunion du 21 novembre 2018, a également mis en place un comité *ad hoc* chargé de superviser la mission de l'expert indépendant, et composé exclusivement d'administrateurs indépendants.

Les membres du comité *ad hoc* ont pu échanger avec l'expert indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux.

#### **3.2 Avis motivé du conseil d'administration**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration se sont réunis le 19 décembre 2018, sur convocation faite conformément aux statuts et au règlement intérieur du conseil d'administration 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 Locindus. Tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés.

L'avis motivé a été adopté à l'unanimité des membres du conseil d'administration lors de sa réunion du 19 décembre 2018, étant précisé que M. CATEL, la société Crédit Foncier de France et Mme Anne CORNET, compte tenu de leur situation, se sont alignés sur le vote des administrateurs indépendants.

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

*« Le Conseil d'administration de Locindus s'est réuni le 19 décembre 2018 sous la présidence de Monsieur Benoît Catel afin d'examiner le projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre** ») suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire devant être déposé par le Crédit Foncier de France (l'« **Initiateur** »), en application de l'article 236-6 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** ») sur les actions Locindus qu'il ne détient pas directement et indirectement, au prix de 26,50 euros par action.*

*Le Conseil d'administration a notamment pris connaissance :*

- du projet de note d'information établi par l'Initiateur, décrivant notamment les caractéristiques de l'Offre, les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur concernant en particulier les activités et la stratégie de Locindus ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre et du retrait obligatoire établis par Natixis, établissement présentateur de l'Offre ;*
- du projet de note en réponse de Locindus ; et*
- du rapport établi par le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, agissant en qualité d'expert indépendant nommé en application des dispositions des articles 261-1 I, 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup> et 4<sup>o</sup> et 261-1, II du Règlement Général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** »), relatif aux conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire, reproduit in extenso dans le projet de note en réponse de Locindus.*

*Le Conseil d'administration a notamment constaté que :*

- à l'issue de l'Offre, l'Initiateur à l'intention de poursuivre la mise en œuvre et la finalisation du projet d'intégration des activités et des équipes de l'Initiateur (en ce compris la Société) conçu et annoncé le 26 juin 2018 par le groupe BPCE (le « **Projet de Restructuration** ») ;*
- l'Offre s'inscrit dans une démarche de retrait de la cotation de Locindus, la cotation n'étant plus considérée comme pertinente dans la mesure où la nouvelle organisation portée par le Projet de Restructuration conduit à une gestion en extinction des activités de la Société ;*
- les trois principaux actionnaires minoritaires de Locindus (Sycomore Asset Management, Charity&Investment Merger Arbitrage Fund et La Financière de l'Echiquier) se sont engagés à apporter à l'Offre pour un nombre total d'actions représentant 14,16% du capital et des droits de vote de Locindus ;*

- dans un contexte de liquidité limitée de l'action Locindus et au regard de la gestion en extinction des activités de Locindus et de sa rentabilité prévisionnelle décroissante, l'Initiateur offre aux actionnaires de Locindus une liquidité immédiate pour la totalité de leurs actions au prix de 26,50 euros par action faisant apparaître une prime (i) de 9,5 % par rapport à l'actif net comptable estimé par action de Locindus au 31 décembre 2018, (ii) de 12,7 % par rapport à l'actif net comptable par action de Locindus au 31 décembre 2017 retraité du dividende versé et (iii) de 20,4 % par rapport à la moyenne pondérée du cours de bourse de Locindus sur un mois (avant annonce du projet de restructuration) ;
- l'Initiateur n'anticipe aucune synergie ni gain économique ; et
- l'Initiateur a indiqué que la mise en œuvre de l'Offre n'aurait pas d'impact sur la politique de Locindus en matière de distribution de dividendes.

*Le Conseil d'administration 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 26,50 euros par action que l'Initiateur envisage de proposer dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Locindus y compris dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire qui pourrait être mise en œuvre à l'issue de l'Offre.*

*À la lumière des éléments qui précèdent, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, et sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée, sur recommandation du Comité ad hoc, étant précisé que M. CATEL, la société Crédit Foncier de France et Mme Anne CORNET, compte tenu de leur situation, se sont alignés sur le vote des administrateurs indépendants :*

- décide d'émettre un avis favorable sur l'Offre, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire, qu'il considère conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires ;
- recommande aux actionnaires de Locindus 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 éventuel retrait obligatoire ;
- donne tous pouvoirs au Président du Conseil d'administration à l'effet de signer l'attestation relative à la note en réponse et celle relative au document « autres informations » relatives à Locindus ;
- prend acte de ce que l'Initiateur pourrait demander la radiation des actions Locindus du marché réglementé d'Euronext à Paris à l'issue de la clôture de l'Offre si le retrait obligatoire peut être mis en œuvre ; et

- *en tant que de besoin, autorise le Président du Conseil d'administration à faire procéder à la radiation de la cotation des actions Locindus sur le marché réglementé d'Euronext à Paris et plus généralement à effectuer toutes formalités requises dans le cadre de l'Offre et du retrait obligatoire ».*

#### **4 INTENTION DES ADMINISTRATEURS DE LOCINDUS**

Conformément à l'article 11 des statuts de Locindus (lequel stipule que les administrateurs ont l'obligation de détenir au moins cinq (5) actions de la Société pendant toute la durée de leurs fonctions), chaque administrateur de Locindus détient cinq (5) actions de la Société via un prêt d'actions consenti par l'Initiateur. À l'exception du Crédit Foncier, les membres du conseil d'administration ne détiennent pas d'autres actions de la Société.

Afin de respecter ces stipulations statutaires, les administrateurs entendent conserver leurs actions au niveau de la Société.

#### **5 INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES**

À la date de la présente Note en Réponse, la Société ne détient aucune de ses propres actions.

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

À l'exception des accords d'apport décrits ci-dessous, l'Initiateur a déclaré n'être partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue et la Société n'a pas connaissance de l'existence de tels accords.

Aux termes d'engagements d'apport conclus le 18 décembre 2018, trois des principaux actionnaires de la Société se sont engagés à apporter à l'Offre, le premier jour de l'Offre, l'intégralité des actions Locindus qu'ils détiennent à savoir :

<b>Actionnaires</b>	<b>Nombre d'actions</b>	<b>% du capital</b>
Sycomore Asset Management	754.823	7,07%
Charity&Investment Merger Arbitrage Fund	403.670	3,78%
Financière de l'Echiquier	353.000	3,31%
<b>TOTAL</b>	<b>1.511.493</b>	<b>14,17%<sup>3</sup></b>

<sup>3</sup> Et non 13,71% comme indiqué - à la suite d'une erreur matérielle - dans le communiqué de presse publié par l'Initiateur le 18 décembre 2018.

Ces engagements d'apport permettront à l'Initiateur de détenir au moins 89,96 % du capital et des droits de vote de Locindus à l'issue de l'Offre.

## 7 ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

### 7.1 Structure du capital de Locindus

À la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 61.346.646,50 euros, divisé en 10.668.982 actions ordinaires de 5,75 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

À la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles à la date du dépôt de la présente Note en Réponse, le capital et les droits de votes de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires <sup>(1)</sup>	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote <sup>(2)</sup>	% droits de vote <sup>(2)</sup>
Crédit Foncier	8.085.670	75,79%	8.085.670	75,79%
Sycomore Asset Management	754.823	7,07%	754.823	7,07%
Charity&Investment Merger Arbitrage Fund	403.670	3,78%	403.670	3,78%
Financière de l'Echiquier	353.000	3,31%	353.000	3,31%
Public	1.071.819	10,05%	1.071.819	10,05%
Actions auto-détenues	-	-	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>10.668.982</b>	<b>100%</b>	<b>10.668.982</b>	<b>100%</b>

<sup>(1)</sup> Les montants des participations détenues par Sycomore Asset Management, Charity&Investment Merger Arbitrage Fund et Financière de l'Echiquier sont basés sur les informations communiquées par ces actionnaires dans les engagements d'apports signés le 18 décembre 2018 détaillés à la section 6 de la présente Note en Réponse.

<sup>(2)</sup> Il n'existe pas de droits de vote double. Dans le cadre de la mise en œuvre de la loi du 29 mars 2014, la résolution confirmant la règle statutaire selon laquelle à une action est attachée une seule voix a été adoptée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société du 21 mai 2015.

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 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.

**7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts 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**

Il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société.

À la date de la présente Note en Réponse, aucune clause n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

**7.3 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**

Outre ceux mentionnés dans le tableau de répartition du capital figurant en section 7.1 ci-dessus, la Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 2% de son capital ou ses droits de vote à la date de la présente Note en Réponse.

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

Néant.

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

Néant.

**7.6 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**

À l'exception des accords décrits ci-dessous, la Société n'a connaissance d'aucun accord en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

**7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Locindus**

**7.7.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration**

Aux termes des stipulations de l'article 11 des statuts de la Société, le conseil d'administration de la Société est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus.

Le nombre des administrateurs qui sont âgés de plus de 68 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat,

l'administrateur le plus âgé est d'office réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires la plus proche.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'assemblée générale ordinaire. Toutefois, en cas de fusion, des nominations d'administrateurs peuvent être effectuées par l'assemblée générale extraordinaire statuant sur l'opération.

La durée des fonctions des administrateurs est de six années. Par exception, et afin de mettre en place un roulement, l'assemblée générale ordinaire peut désigner un administrateur pour une durée de deux ou quatre ans. Le mandat d'un administrateur prend fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Le conseil d'administration élit parmi ses membres un Président qui doit être une personne physique. Il détermine la durée de ses fonctions, qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur. Le Président ne peut être âgé de plus de 68 ans. Si le Président atteint cette limite d'âge au cours de son mandat, il est réputé démissionnaire d'office.

Le conseil d'administration peut élire parmi ses membres un Vice-président, qui doit être une personne physique. Il détermine la durée de ses fonctions, qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur.

#### **7.7.2. Modification des statuts de Locindus**

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée pour modifier les statuts de la Société, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué ou de dispositions législatives particulières.

Par dérogation aux dispositions ci-dessus, en cas d'augmentation de capital, les modifications nécessaires aux clauses des statuts relatives au montant du capital social et au nombre d'actions qui les représentent, dans la mesure où ces modifications correspondent matériellement aux résultats effectifs de l'opération, sont apportés par le conseil d'administration dans les cas prévus par la loi et/ou lorsque le conseil d'administration agit sur délégation de l'assemblée générale.

En outre, le siège social peut être transféré en tout autre lieu du même département ou de l'un des départements limitrophes, par décision du conseil d'administration, sous réserve de ratification de cette décision par la prochaine assemblée générale ordinaire des actionnaires, sous réserve des dispositions légales en vigueur.

## 7.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Le conseil d'administration détermine les orientations de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts de la Société, le conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations 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 donner au conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres actions	23 mai 2018 (4 <sup>e</sup> résolution)	10% du nombre d'actions composant le capital social (soit à titre indicatif 1.066.898 à la date de la présente Note en Réponse)	18 mois	Aucune
Autorisation à donner au conseil d'administration en vue de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions de la Société dans le cadre de l'autorisation de rachat de ses propres actions	23 mai 2018 (15 <sup>e</sup> résolution)	Conformément aux dispositions de l'article L 225-209 du code de commerce ( <i>i.e.</i> 10% du capital social par périodes de 24 mois)	Assemblée générale statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2018	Aucune

## 7.9 Accords conclus par Locindus étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle Locindus

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

Locindus bénéficie de la faculté de résilier la convention de gestion conclue entre le Crédit Foncier et la Société, sans préavis et sans autre formalité, en cas de perte de contrôle, au sens de l'article L.233.3 du code de commerce, de Locindus par le Crédit Foncier.

## 7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration 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 date de la présente Note en Réponse, Locindus n'emploie aucun salarié. La Société bénéficie d'une convention de gestion avec l'Initiateur aux termes de laquelle le Crédit Foncier remplit les différentes prestations requises par sa gestion.

Aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du conseil d'administration si leur mandat prend fin sans cause réelle et sérieuse ou en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

## **8 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT**

En application de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et 261-1, II du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, a été désigné le 21 novembre 2018 en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 19 décembre 2018, est intégralement reproduit en Annexe 1 de la présente Note en Réponse.

## **9 MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNÉES À L'ARTICLE 231-28 DU RÉGLEMENT 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 la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

**10 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE**

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

Paris, le 23 janvier 2019

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized loop followed by a vertical line and a horizontal stroke.

Monsieur Philippe Dupin  
Directeur Général de Locindus

## **Annexe 1**

### **Rapport de l'expert indépendant**



# Ledouble

## LOCINDUS SA

19 rue des Capucines  
75001 Paris

### OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT

### ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS  
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail [info@ledouble.fr](mailto:info@ledouble.fr)

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes  
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris  
Société par actions simplifiée au capital de 514 400 €  
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



## SOMMAIRE

<b><u>1.</u></b>	<b><u>PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION ET DE LA MISSION</u></b>	<b><u>6</u></b>
1.1.	Contexte et termes de l'Offre	6
1.2.	Périmètre et conditions de l'Offre	6
1.3.	Contours de la Mission	7
1.4.	Limites de la Mission	9
1.5.	Plan du Rapport	10
<b><u>2.</u></b>	<b><u>PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ ET DE SON MARCHÉ</u></b>	<b><u>10</u></b>
<b><u>3.</u></b>	<b><u>ÉVALUATION DE L'ACTION</u></b>	<b><u>26</u></b>
3.1.	Caractéristiques comptables et financières	26
3.2.	Méthode d'évaluation écartée	27
3.3.	Analyse du cours de bourse	29
3.4.	Méthodes d'évaluation retenues	31
3.5.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix d'Offre	46
<b><u>4.</u></b>	<b><u>ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ACTION PAR L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR</u></b>	<b><u>47</u></b>
4.1.	Références boursières	47
4.2.	Valorisation intrinsèque en DDM	47
4.3.	Valorisation patrimoniale par l'ANC	48
4.4.	Valorisation analogique par les comparables boursiers	48
4.5.	Valorisation analogique par les transactions comparables	48
4.6.	Valorisation SOTP	48
4.7.	Synthèse de la valorisation de l'Action	49
<b><u>5.</u></b>	<b><u>ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES À L'OFFRE</u></b>	<b><u>50</u></b>
5.1.	Avenant à la Convention Réglementée	50
5.2.	Engagements d'apport de la part d'actionnaires minoritaires	51
<b><u>6.</u></b>	<b><u>CONCLUSION</u></b>	<b><u>52</u></b>

## GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

ACPR	Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution
Actions (s)	Action(s) de la Société
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANC	Actif Net Comptable
ANR	Actif Net Réévalué
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
BCE	Banque Centrale Européenne
BPCE	Groupe Banque Populaire et Caisse d'épargne
BV	<i>Book Value</i>
CBI	Crédit-bail immobilier
Cible	Locindus
CMPV	Cours Moyen Pondéré par les Volumes
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de la Société
Conseil juridique	Darros Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I.
Convention Réglementée	Convention de prestations de services du Crédit Foncier au bénéfice de Locindus
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
Direction	<i>Management</i> de Locindus
Équité	Caractère équitable du Prix d'Offre
Établissement Présentateur	Natixis
Évaluation Multicritère	Valorisation multicritère par Ledouble de la Société et de l'Action
Groupe	Société et ses filiales
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
MNI	Marge Nette d'Intérêts
Horizon Explicite	Période de prévisions du Plan d'Affaires (2019-2022)
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	Crédit Foncier de France ou Crédit Foncier
Ledouble	Ledouble SAS
LLD	Location de Longue Durée
Mission	Expertise indépendante de Ledouble
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
Offre / Opération	Offre Publique de Retrait suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire initiée par Crédit Foncier de France sur les actions Locindus
OPCI	Organisme de Placement Collectif Immobilier

OPR	Offre Publique de Retrait
P/BV	Capitalisation boursière / Fonds propres comptables
P/TBV	Capitalisation boursière / Fonds propres comptables retraités des éléments incorporels
PER ou P/E	<i>Price Earning Ratio</i> ou Capitalisation boursière / Résultat net
Plan d'Affaires <i>run-off</i>	Plan d'affaires approuvé par le Conseil d'Administration dans le scénario de référence de gestion extinctive de l'activité de la Société
Plan d'Affaires <i>stand alone</i>	Plan d'affaires présenté au Conseil d'Administration dans un scénario hypothétique de continuité d'exploitation de l'activité de la Société en <i>stand alone</i>
PNB	Produit Net Bancaire
Prix d'Offre	26,5 € par Action
Rapport	Présent rapport d'expertise indépendante établi par Ledouble
RO	Retrait Obligatoire
ROE	<i>Return on Equity</i>
SCPI	Société Civile de Placement Immobilier
Sicomi	Société Immobilière pour le Commerce et l'Industrie
SIIC	Société d'Investissement Immobilier Cotée
Société	Locindus
SOTP	<i>Sum Of The Parts</i> ou Somme des parties
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats</i>
TBV	<i>Tangible Book Value</i>
TCAM	Taux de Croissance Annuel Moyen
TEG	Taux Effectif Global
TESE	Taux Effectif au Sens Étroit
VEFA	Vente en État Futur d'Achèvement

## Introduction

Dans la perspective de l'Offre Publique de Retrait suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire initiée par le Crédit Foncier de France (l'« **Initiateur** » ou « **Crédit Foncier** »)<sup>1</sup>, sur les actions de la société Locindus (l'« **Offre** » ou l'« **Opération** ») au prix de 26,5 € par action (le « **Prix d'Offre** »), nous rendons compte dans le présent rapport (le « **Rapport** ») de l'ensemble des diligences que nous avons été amenés à réaliser dans le cadre de l'Opération, telle que présentée ci-après (§ 1), et au titre de laquelle Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 21 novembre 2018<sup>2</sup> par le conseil d'administration de Locindus (le « **Conseil d'Administration** ») en qualité d'expert indépendant (la « **Mission** »).

L'attestation d'équité telle que définie aux termes de l'article [262-1](#)<sup>3</sup> du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), en conclusion du Rapport (l'« **Attestation d'Équité** »), porte sur le caractère équitable des conditions et modalités financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de Locindus.

## Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

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

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

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

Les liens [hypertexte](#) [En ligne] peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

---

<sup>1</sup> Le Crédit Foncier de France est une société anonyme spécialisée dans le financement de l'immobilier en France, dont le capital est intégralement détenu par le groupe BPCE (« **BPCE** »).

<sup>2</sup> Le Conseil d'Administration, réuni le 21 novembre 2018, a confirmé notre nomination en tant qu'expert indépendant.

<sup>3</sup> Article 262-1 du règlement général de l'AMF :

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

II. - À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à quinze jours de négociation ».

# 1. Présentation de l'Opération et de la Mission

## 1.1. Contexte et termes de l'Offre

Par communiqués de presse en date du 26 juin 2018, le Crédit Foncier et le groupe BPCE<sup>4</sup> ont présenté un projet d'intégration<sup>5</sup> des activités et des équipes de l'Initiateur au sein du groupe BPCE<sup>6</sup>. Dans ce contexte, l'Initiateur a annoncé sa volonté de déposer une Offre Publique de Retrait (« OPR ») sur les actions de Locindus (la « Société » ou la « Cible »), une fois les instances représentatives du personnel consultées, au Prix d'Offre de 25 € par action, qui a depuis lors été rehaussé à 26,5 €<sup>7</sup> par action.

L'avis des instances du personnel a été obtenu le 20 novembre 2018. En fonction du résultat de l'Offre, l'Initiateur procédera au Retrait Obligatoire des titres de la Société (« RO »)<sup>8</sup>, moyennant une indemnisation<sup>9</sup> des actionnaires concernés au Prix d'Offre.

L'OPR et le RO forment ensemble l'« Opération ».

## 1.2. Périmètre et conditions de l'Offre

### 1.2.1. Périmètre de l'Offre

Nous présentons, ci-après, la structure du capital et des droits de vote<sup>10</sup> de la Société à la date du dépôt de l'Offre :

Structure du capital et des droits de vote à la date du dépôt de l'Offre				
	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote
Crédit Foncier	7 982 210	74,8%	7 982 210	74,8%
CIAM	403 670	3,8%	403 670	3,8%
Financière de l'Échiquier	353 000	3,3%	353 000	3,3%
Sycomore Asset Management	754 823	7,1%	754 823	7,1%
Public	1 175 279	11,0%	1 175 279	11,0%
<b>Actions visées par l'Offre</b>	<b>2 686 772</b>	<b>25,2%</b>	<b>2 686 772</b>	<b>25,2%</b>
<b>Total</b>	<b>10 668 982</b>	<b>100%</b>	<b>10 668 982</b>	<b>100%</b>

Source : société

<sup>4</sup> Détenant 100 % du capital du Crédit Foncier.

<sup>5</sup> La mise en œuvre du projet d'intégration a été approuvée par le Conseil d'Administration du 21 novembre 2018.

<sup>6</sup> Et par conséquent l'intégration de la Cible.

<sup>7</sup> Extrait du communiqué du Crédit Foncier annonçant le rehaussement du Prix d'Offre « [Dépôt d'un projet d'offre publique de retrait sur Locindus](#) », 18 décembre 2018 : « À l'issue de discussions intervenues avec l'expert indépendant désigné par Locindus le 21 novembre 2018 et avec les trois principaux actionnaires de Locindus, le Crédit Foncier a décidé, ce jour, de déposer, dans les jours qui viennent, un projet d'offre publique de retrait au prix de 26,5 euros par action ».

<sup>8</sup> L'Initiateur s'est également laissé la possibilité de procéder à une fusion dans la mesure où les conditions permettant la réalisation du RO ne seraient pas remplies.

<sup>9</sup> Nette de tous frais.

<sup>10</sup> En l'absence de droits de vote double, le nombre de droits de vote théoriques est égal au nombre d'actions.

L'Offre porte ainsi sur les actions non détenues par l'Initiateur à la date de l'Offre, représentant 25,2 % du capital et des droits de vote de la Société, étant précisé que :

- la Société n'a émis aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme à son capital social ou aux droits de vote ;
- elle ne dispose d'aucune action auto-détenue.

Dans l'hypothèse où l'ensemble des actions non détenues par l'Initiateur seraient apportées à l'Offre, le coût maximum de l'Offre pour l'Initiateur serait de l'ordre de 71,2 M€<sup>11</sup>.

### 1.2.2. Financement de l'Offre

L'Offre est financée par l'Initiateur intégralement sur ses ressources.

## 1.3. Contours de la Mission

### 1.3.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Ledouble a été désigné le 21 novembre 2018 par le Conseil d'Administration en qualité d'expert indépendant ayant pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, et notamment de vérifier le caractère équitable du Prix d'Offre dans le cadre de l'Opération (l' « Équité »).

Cette désignation entre dans le cadre de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4°<sup>12</sup> et 261-1 II<sup>13</sup> du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° [2006-08](#)<sup>14</sup>, elle-même complétée de la recommandation AMF n° [2006-15](#)<sup>15</sup>.

Le contenu du Rapport répond aux dispositions de l'article [262-2](#) du règlement général de l'AMF et des recommandations visées ci-dessus.

---

<sup>11</sup> 2.686.772 actions x 26,5 € (hors commissions et frais).

<sup>12</sup> Extraits de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF :

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

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

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

2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ; [...]

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

<sup>13</sup> Dans la perspective du RO.

<sup>14</sup> « Expertise indépendante ».

<sup>15</sup> « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

### 1.3.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant :

- de Locindus ;
- de l'Initiateur ;
- du conseil juridique<sup>16</sup> ;
- de l'établissement présentateur de l'Offre <sup>17</sup> (l'« **Établissement Présentateur** »).

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

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec l'Établissement Présentateur<sup>18</sup> ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

Nous sommes donc en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains<sup>19</sup> et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

### 1.3.3. Diligences effectuées

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du *corpus* juridique de l'Offre, des caractéristiques de l'Initiateur et de la Cible et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de Locindus (l'« **Évaluation Multicritère** »), en vue d'apprécier l'Équité.

Par ailleurs, nous avons pris connaissance des conditions de l'avenant à la convention règlementée portant sur la réalisation par l'Initiateur de prestations de services au bénéfice de Locindus (la « **Convention Règlementée** »), ainsi que des engagements d'apport à l'Offre d'actionnaires, considérés comme des accords connexes à l'Offre (§ 5), afin de vérifier que ces accords ne comportent pas de dispositions susceptibles de préjudicier, d'un point de vue financier, aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.

Nos diligences, qui ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels que nous avons eus, tout au long de la Mission<sup>20</sup>, avec les représentants de la Cible

---

<sup>16</sup> Darrois Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I.

<sup>17</sup> Natixis.

<sup>18</sup> Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées (2013 à 2018) sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 6**.

<sup>19</sup> Le profil des membres de l'équipe dédiée à la réalisation, à la supervision et à la revue indépendante des travaux effectués dans le cadre de la Mission figure en **Annexe 5**.

<sup>20</sup> Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 1**. Les principales étapes de la Mission sont recensées en **Annexe 2**.

et de l'Initiateur, ainsi que du conseil juridique et de l'Établissement Présentateur<sup>21</sup>, se sont fondées notamment<sup>22</sup> sur :

- l'exploitation des informations disponibles sur le marché et les secteurs sur lesquels la Société est positionnée ;
- l'analyse des modalités de déroulement de l'Offre et de son financement ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées disponibles sur le site internet<sup>23</sup> de la Société ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires antérieurement à l'Offre ;
- l'examen des comptes consolidés semestriels au 30 juin 2018 et des comptes consolidés au 30 septembre 2018<sup>24</sup> de la Société ;
- la revue des données budgétaires 2018 et des prévisions à moyen terme du Groupe élaborées par le *management* de Locindus (la « **Direction** ») ;
- l'examen du portefeuille d'encours et d'emprunts au 30 septembre 2018 ;
- l'exploitation de nos bases de données sectorielles<sup>25</sup> et financières<sup>26</sup>, tant en ce qui concerne le Groupe que ses compétiteurs ;
- l'appréciation du Prix d'Offre au regard de l'Évaluation Multicritère et de nos analyses de sensibilité à divers paramètres structurant la valorisation de la Société ;
- la revue des travaux de l'Établissement Présentateur et la comparaison avec notre Évaluation Multicritère.

Nous avons en outre obtenu la confirmation auprès de la Direction et auprès de l'Initiateur de l'ensemble des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

#### 1.4. Limites de la Mission

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

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Opération.

---

<sup>21</sup> La liste des personnes que nous avons rencontrées et/ou contactées durant la Mission figure en **Annexe 3**.

<sup>22</sup> La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 4**.

<sup>23</sup> <https://locindus.fr/>

<sup>24</sup> La dernière filiale, Oxiane, de la Société a été dissoute après le 30 septembre 2018 ; elle ne possédait plus aucun actif.

<sup>25</sup> Dont Xerfi.

<sup>26</sup> Dont *Bloomberg* et *S&P Capital IQ* (paramètres financiers et comparables boursiers) et *Mergermarket* (comparables transactionnels).

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information en réponse de la Société dans laquelle est inséré son rapport.

## 1.5. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- l'activité et l'environnement de Locindus (§ 2) ;
- l'Évaluation Multicritère et la synthèse de nos travaux (§ 3) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur (§ 4) ;
- l'analyse des accords connexes à l'Offre (§ 5) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 6).

## 2. Présentation de la Société et de son marché

Avant de procéder à l'Évaluation Multicritère de l'action Locindus (l' « **Action** ») (§ 3), nous nous sommes attachés à analyser les caractéristiques du marché (§ 2.1), ainsi que de la structure, du fonctionnement et des performances de la Société (§ 2.2 et § 2.3) ; une matrice SWOT résume en synthèse les principales forces et faiblesses de la Société ainsi que les opportunités et menaces auxquelles elle est confrontée (§ 2.4).

### 2.1. Marché du financement de l'immobilier d'entreprise en France

#### 2.1.1. Caractéristiques du marché du financement de l'immobilier d'entreprise

Le financement d'un bien immobilier d'entreprise peut être réalisé par :

- l'autofinancement ;
- la location ;
- le crédit bancaire (dont le crédit hypothécaire) ;
- le crédit-bail immobilier.

Le marché du financement de l'immobilier d'entreprise est structuré autour du financement de biens immobiliers (terrains, bureaux, ...) à destination des entreprises ou autres professionnels par voie de crédit bancaire ou de crédit-bail.

Ces voies de financement présentent des caractéristiques bien précises, résumées ci-dessous :

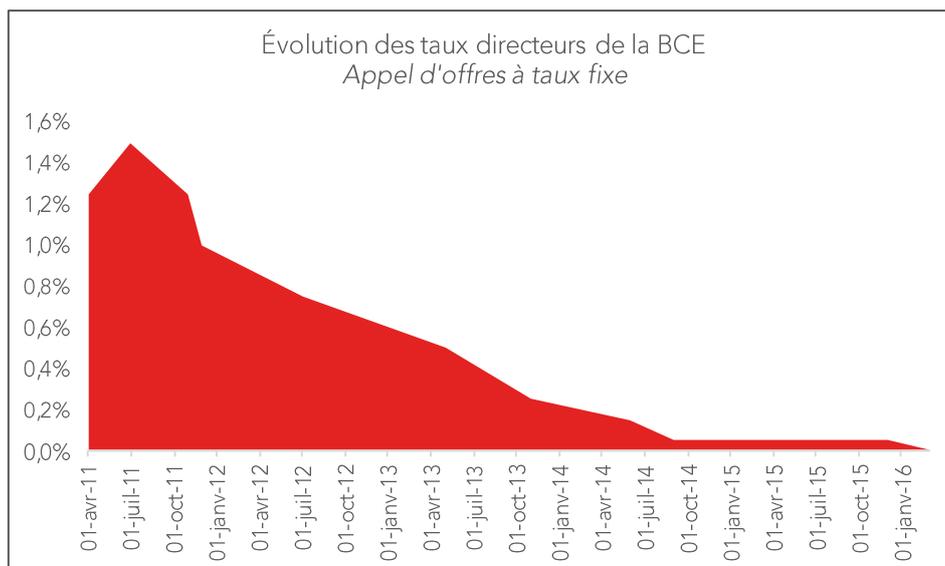
	Crédit bancaire	Crédit-bail
Prêteurs	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Établissements bancaires</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Établissements bancaires et établissements spécialisés</li> </ul>
Caractéristiques	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Crédit à long terme (supérieur à 7 ans) ;</li> <li>- Apport exigé par les banques compris entre 30 % et 40 % du montant total ;</li> <li>- Taux fixe et/ou variable ;</li> <li>- Remboursements <i>in fine</i> ou constants.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Durée pouvant varier de 7 à 20 ans ;</li> <li>- Loyers à taux fixe ou indexé ;</li> <li>- Les loyers peuvent être constants, progressifs ou dégressifs ;</li> <li>- <b>Promesse unilatérale de vente</b> permettant au crédit-preneur de racheter le bien à sa valeur résiduelle (entre 5 % et 15 % de l'investissement initial), ou option de restituer le bien à son propriétaire ou de renouveler le contrat de location.</li> </ul>
Fiscalité et autres spécificités	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Seuls les intérêts sont déductibles de l'impôt sur les résultats.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les loyers versés par le crédit-preneur sont déductibles des impôts sur les sociétés ;</li> <li>- Dans les comptes sociaux en normes françaises le crédit-preneur ne comptabilise ni l'actif sous-jacent ni la dette associée au bilan ;</li> <li>- Engagement ferme pouvant entraîner des coûts complémentaires en cas de demandes d'aménagement. En cas de résiliation du contrat, une indemnité correspondant à une partie des loyers restant à courir doit être versée au bailleur.</li> </ul>

Le crédit-bail présente généralement plus de contraintes que le crédit bancaire (pénalités importantes en cas d'aménagement ou de remboursement anticipé notamment).

Le marché du financement immobilier dépend des conditions du refinancement offert aux institutions financières par la Banque Centrale (§ 2.1.1.1), de l'environnement concurrentiel actuel (§ 2.1.1.2), ainsi que de l'évolution du marché de l'investissement immobilier (§ 2.1.1.3).

### 2.1.1.1. Un environnement de taux bas

Depuis la crise financière, la Banque Centrale Européenne (« BCE ») s'est attachée à assouplir les conditions de refinancement des établissements de crédit. Cette politique vise à relancer l'économie, grâce à l'octroi de prêts bancaires. Depuis 2016, les taux directeurs ont été maintenus au plus bas niveau observé. L'évolution des taux directeurs de la BCE antérieurement à 2016 est rappelée ci-après.



Cet environnement de taux bas impacte à la baisse le revenu des établissements financiers et notamment leur marge nette d'intérêts (« MNI ») du fait :

- de la dégradation des rendements des emprunts ;
- de l'intensification de la concurrence ;
- des demandes de renégociation des contrats.

Si le marché anticipe une hausse des taux, la BCE a signalé qu'elle maintiendrait toutefois ses taux à leur niveau actuel au moins jusqu'à l'été 2019<sup>27</sup>.

### 2.1.1.2. *Un marché dominé par les principales banques françaises*

La pression existante ces dernières années sur les banques de *Retail* entraîne une pression sur les filiales de crédit-bail immobilier.

#### a) *Le marché des banques de Retail*

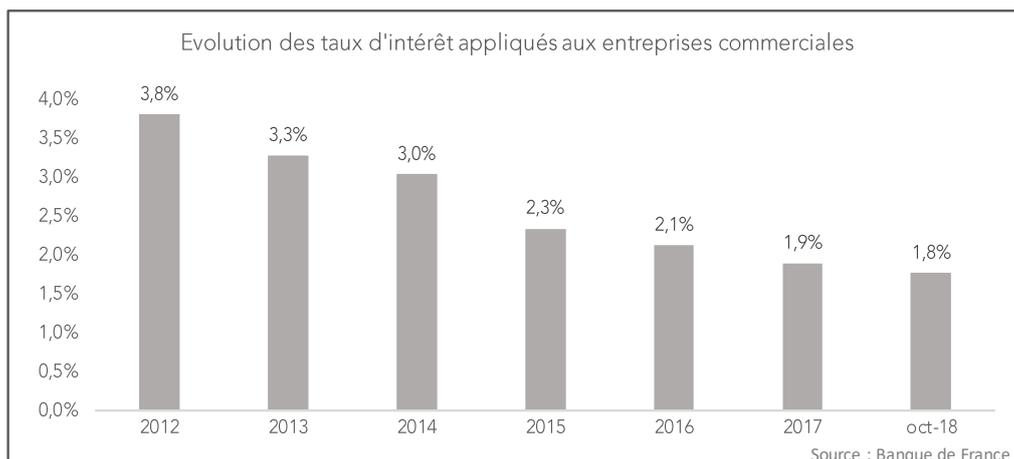
En France, le marché du financement de l'immobilier d'entreprise est dominé par les grands groupes bancaires nationaux, bénéficiant d'un réseau d'agences maillant le territoire. Si l'octroi de crédit a fait depuis peu l'objet d'un processus de désintermédiation bancaire, seule une poignée d'acteurs ont fait leur entrée sur ce segment et leurs poids reste marginal.

Dans cet environnement concurrentiel, la baisse des taux a entraîné une intensification de la concurrence, mettant sous pression la marge des établissements financiers.

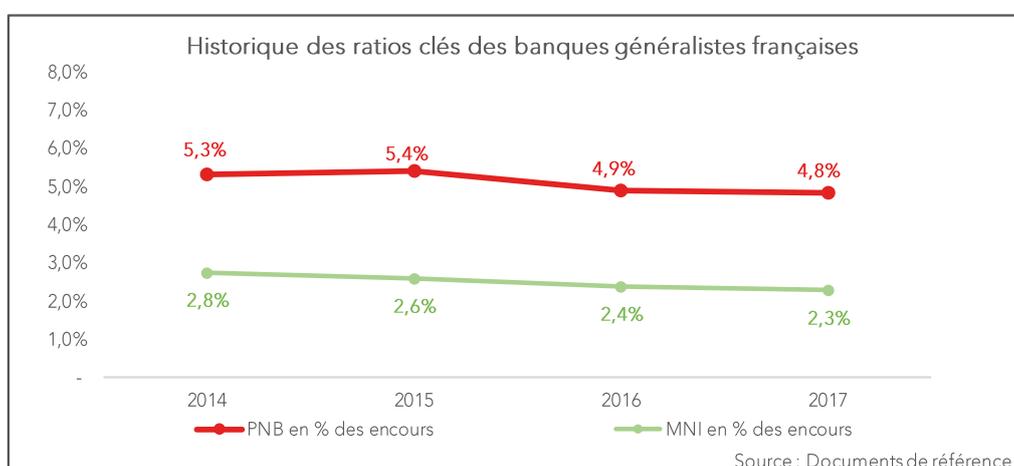
Depuis 2012, le taux effectif moyen des nouveaux prêts immobiliers consentis aux entreprises se réduit<sup>28</sup> :

<sup>27</sup> Source : Les Échos, <https://investir.lesechos.fr/marches/actualites/le-marche-anticipe-une-hausse-des-taux-de-la-bce-en-octobre-2019-1792517.php>

<sup>28</sup> Taux effectif au sens étroit (TESE) moyen des nouveaux crédits immobiliers accordés aux sociétés non financières (source : Banque de France). Le TESE correspond à la composante « intérêts » du taux effectif global (TEG) d'un crédit.



La contraction des taux d'intérêt proposés aux entreprises, couplée aux renégociations des contrats conclus antérieurement, a entraîné une dégradation du produit net bancaire (« PNB ») et de la MNI des principales banques généralistes françaises<sup>29</sup> :



La pression sur la marge des banques devrait se poursuivre à moyen terme<sup>30</sup> en raison :

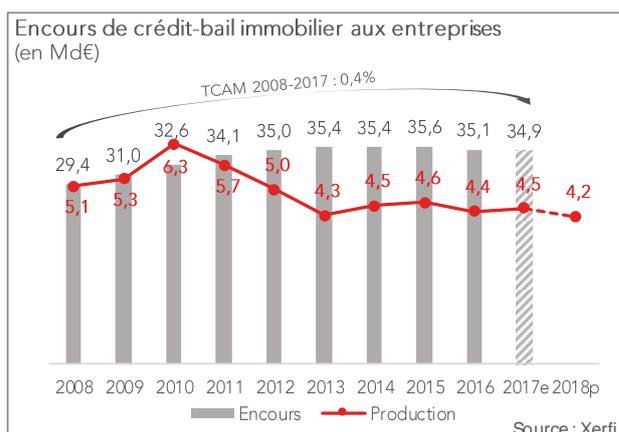
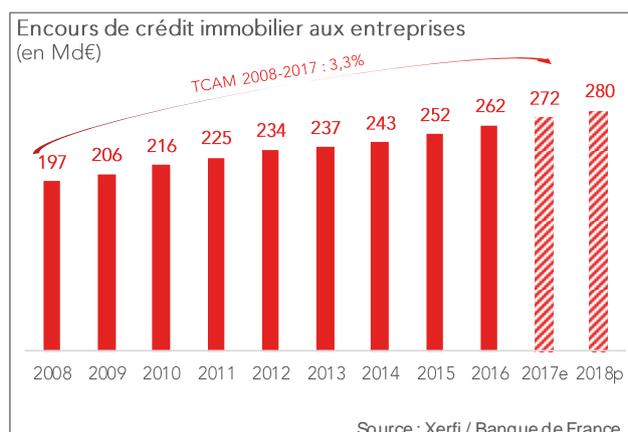
- > d'une pression de la concurrence sur les commissions ;
- > d'un renforcement de la pression sur les frais de gestion lié :
  - au retard pris par les banques françaises sur la réduction de leur réseau d'agences ;
  - aux frais importants de digitalisation ;
  - aux nouvelles contraintes réglementaires, notamment avec la fin de la mise en œuvre de Bâle III en 2019<sup>31</sup> impactant aussi bien les ratios prudentiels que les frais liés à la *compliance*.

<sup>29</sup> Sur la base d'un échantillon de neuf banques généralistes et de détail françaises (Banques Populaires, BNP, BPCE, Caisses d'Épargne, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, La Banque Postale, Natixis et Société Générale).

<sup>30</sup> Source : « *Deep dive into French retail banking: we remain concerned* », Deutsche Bank Research, 8 octobre 2018.

<sup>31</sup> Les réformes de Bâle III visent à homogénéiser et standardiser les modèles d'évaluation du risque et du capital introduits par les précédentes réformes. Source : « Finalisation des réformes « Bâle III » », ACPR, janvier 2018.

## b) Le segment du crédit-bail immobilier



L'évolution des encours de crédit-bail immobilier depuis 2008 est contrastée :

- le taux de croissance annuel moyen (TCAM) sur la période 2008-2017 est de 0,4 %, contre 3,3 % pour le crédit immobilier aux entreprises ;
- la production nouvelle demeure largement inférieure au niveau atteint en 2010.

Les difficultés du marché du crédit-bail immobilier s'expliquent tout d'abord par les difficultés rencontrées par les banques de *Retail*. En 2017, le marché du crédit-bail immobilier était intégralement dominé par les filiales de grands groupes bancaires français<sup>32</sup>. Depuis la fin des années 1990, le segment du crédit-bail immobilier a connu un mouvement de concentration. D'après les données de l'ACPR<sup>33</sup>, alors que les acteurs spécialisés dans le crédit-bail immobilier étaient plus d'une centaine à la fin des années 1990, ils sont moins d'une quarantaine aujourd'hui.

### Principaux intervenants sur le marché du financement d'entreprise 2017

Banques	Principales filiales de crédit-bail
BNP Paribas	Arval et Leasing Solution
BPCE	Natixis Lease, Locindus, Inter-coop et Bati Lease
BPI France Financement	BPI France Financement
Société Générale	Genefim, Sogemur et Sogebail
Crédit Agricole	Crédit Agricole Leasing & Factoring
Groupe Crédit Mutuel	CM-CIC Lease, Arkéa Crédit Bail et CM-CIC Leasing Solutions
La Banque Postale	La Banque Postale Crédit Entreprises
HSBC France	HSBC Real Estate Leasing

Sources : documents de référence, présentations investisseurs 2017

<sup>32</sup> Source : Association Française des Sociétés Financières - ASF, « Présentation des statistiques d'activité des établissements spécialisés en financement 2017 », 8 mars 2018. [http://www.asf-france.com/wp-content/uploads/Actualite/20180308\\_Slides-Conference-Presse-8-Mars-2018.pdf](http://www.asf-france.com/wp-content/uploads/Actualite/20180308_Slides-Conference-Presse-8-Mars-2018.pdf)

<sup>33</sup> Source : Xerfi, « Le financement de l'immobilier d'entreprise », décembre 2017.

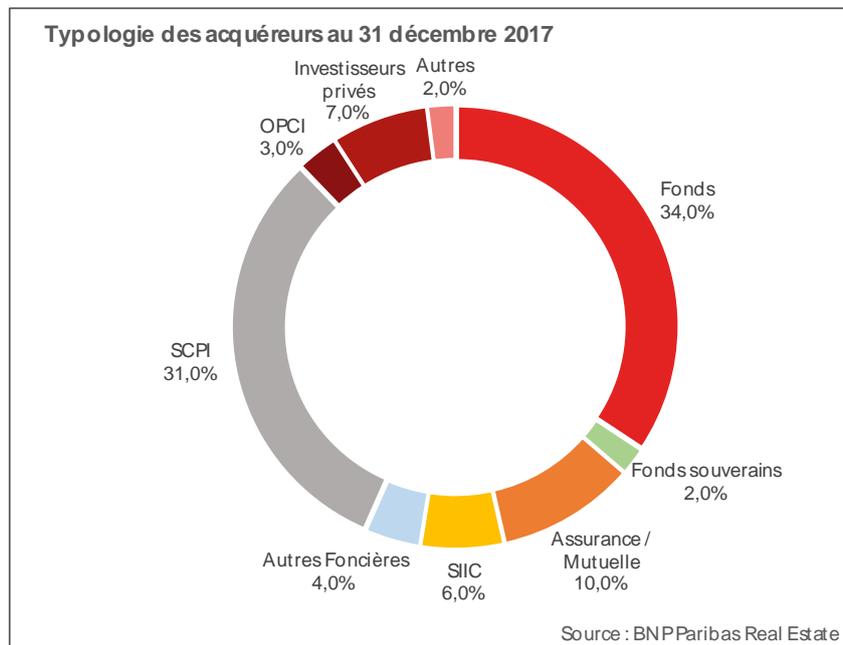
Ces dernières années, et particulièrement à partir de 2010, à la suite du renforcement des normes prudentielles (Bâle III), les grands groupes français ont rationalisé leurs activités de crédit-bail par des opérations de regroupement associées à une gestion extinctive de leurs parcs de biens immobiliers financés en crédit-bail, à l'image de Genifim<sup>34</sup> (Société Générale) et Natixis Lease (BPCE)<sup>35</sup>.

Les acteurs du crédit-bail immobilier s'adaptent à l'évolution du marché et de la concurrence, cette dernière s'illustrant par les pratiques suivantes :

- l'offre de crédit-bail est utilisée comme un produit d'appel par les acteurs bancaires diversifiés, qui n'hésitent pas à rogner sur leurs marges afin de capter de la nouvelle clientèle ;
- dans un environnement de taux bas et de forte concurrence, les clients ont tendance à s'orienter plus facilement vers des crédits bancaires classiques voire hypothécaires plus flexibles que le crédit-bail immobilier. Par exemple, les investisseurs financiers, acteurs de référence sur le marché immobilier, vont chercher à financer leurs investissements via des levées de fonds sur le marché, complétées par de la dette bancaire ou obligataire. Les SCPI, qui représentaient 31 % des volumes investis sur le marché de l'immobilier, ont ainsi pu profiter d'une collecte record de plus de 6 Md€ en 2017<sup>36</sup>.

### 2.1.1.3. Le marché de l'investissement immobilier d'entreprise

Le marché de l'investissement immobilier d'entreprise en France est dominé par les investisseurs financiers :

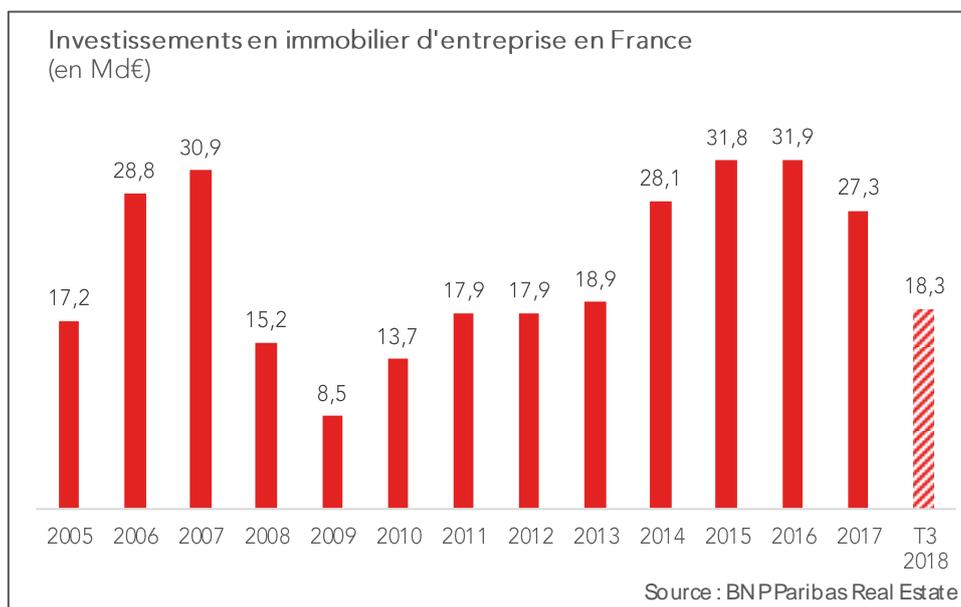


<sup>34</sup> « Genifim gère en extinction les portefeuilles de crédit-bail immobilier des sociétés Sophia GE, Sophia-Bail, FDR et Genifimo », Rapport annuel 2015 de Genifim.

<sup>35</sup> Acquisition en 2017 par Natixis Lease de Bati Lease SA, également filiale du groupe BPCE.

<sup>36</sup>Source : <https://investir.lesechos.fr/placements/immobilier/actualites/scpi-record-de-collecte-en-2017-1747989.php>.

Malgré un contexte économique propice au marché de l'immobilier d'entreprise, ce dernier a baissé de près de 14,4 % en 2017 (investissements de 27,3 Md€ en 2017 versus 31,9 Md€ en 2016). Ce niveau demeure néanmoins supérieur à la moyenne des investissements sur les dix dernières années.



La baisse de l'investissement immobilier d'entreprise résulte essentiellement de la rareté des biens. Au troisième trimestre 2018, l'investissement immobilier s'est concentré sur un nombre limité de transactions unitairement importantes ; 70 % des volumes ont été réalisés sur des transactions d'un montant supérieur à 100 M€<sup>37</sup>, notamment en Île-de-France où 60 % des transactions en volume dépassent ce seuil.

## 2.2. Présentation de Locindus

### 2.2.1. Historique de Locindus

Les dates clés permettant de retracer l'historique de la Société sont les suivantes :

- 1968 : Création de Locindus en tant que Banque de Crédit à Long et Moyen Terme, agréée par le ministre de l'Économie et des Finances comme Société Immobilière pour le Commerce et l'Industrie (« Sicomi »).
- 1970 : Introduction des actions Locindus à la cote de la Bourse de Paris au prix de 100 francs.
- 1972 : Cotation des actions Locindus sur le marché à terme.
- 1979 : Absorption de la société Locic.

<sup>37</sup> Source : Crédit Foncier Immobilier, « Conjoncture marché de l'investissement immobilier d'entreprise », novembre 2018.

<https://creditfoncierimmobilier.fr/web/uploads/publications/44538f972fd322bfc2d63ec8e922b58783d57a55.pdf>

- 1984 : Locindus change de statut et devient Société Financière à la suite de la réforme de l'encadrement du crédit.
- 1988 : Création d'une filiale Euroleasing Inmobiliario SA en partenariat avec la Caja de Pensiones (Caisse d'Épargne en Espagne, aujourd'hui Caixa Bank).
- 1991 : Renonciation de Locindus au régime fiscal « Sicomi ».
  - Création de la filiale Locindus Sicomi, qui deviendra Locindus Crédit-Bail.
  - Création de la filiale Oxiane, société d'ingénierie immobilière spécialisée dans la maîtrise d'ouvrage déléguée et l'activité de conseil.
- 1996 : Cession de la filiale espagnole Euroleasing Inmobiliario à la Caixa de Barcelone.
- 2000 : Fusion-absorption de Locindus Crédit-Bail par Locindus.
- 2001 : Cotation des actions Locindus sur le segment Next Prime d'Euronext.
- 2004 : Cotation des actions Locindus sur l'Eurolist d'Euronext, indice CAC Small 90.
- 2006 : Création et introduction en bourse de SIICInvest, Société d'Investissement Immobilier Cotée, filiale de Locindus.
- 2007 : Réalisation de l'OPA du Crédit Foncier sur les actions Locindus (le Crédit Foncier détient 67,56 % du capital de Locindus) et cession de sa filiale SIICInvest à Icade (Locindus se recentre sur l'activité du financement de l'immobilier d'entreprise).
- 2008 : Transformation de Locindus en Société Anonyme à conseil d'administration.
- 2009 : Signature de l'accord collectif avec intégration du personnel au sein du Crédit Foncier.
- 2014 : Au cours de l'exercice, la Société a opté pour le statut de société de financement ; l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) a prononcé, le 21 octobre 2014, le retrait d'agrément de la Société en tant qu'établissement de crédit spécialisé et, dans le même temps, son agrément en tant que société de financement.
- 2018 : Au 30 juin 2018, Locindus ne détient plus aucune filiale Scribe<sup>38</sup>. Sans actif, Scribeuro et Scribe Bail Logis, les deux dernières filiales Scribe, ont été dissoutes par le biais d'opérations de transmission universelle de patrimoine.

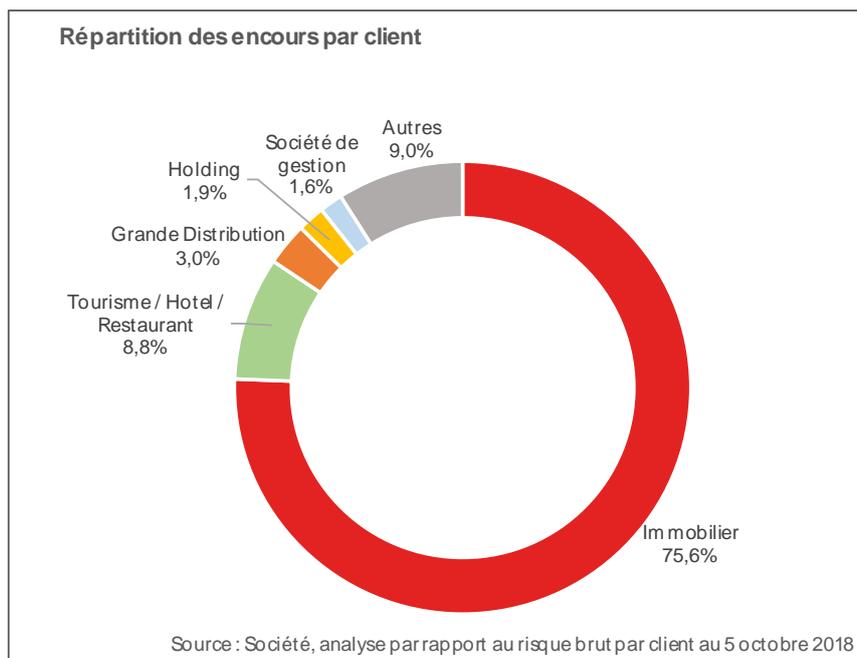
### 2.2.2. Activités de Locindus

À l'issue de l'Offre Publique d'Achat du Crédit Foncier sur les titres de Locindus en 2007, la Société s'est recentrée sur son activité de financement de l'immobilier d'entreprise via essentiellement le crédit-bail immobilier (70,6 % des encours en septembre 2018) et dans une moindre mesure les prêts hypothécaires à long terme (29,4 % des encours en septembre 2018).

À la différence de Natixis Lease, qui s'adresse principalement à une clientèle d'utilisateurs, la Société s'est concentrée sur le crédit-bail immobilier d'entreprise à destination d'une clientèle d'investisseurs.

---

<sup>38</sup> Les filiales Scribe portaient des actifs financés en Crédit-Bail Immobilier (CBI) par Locindus et assortis de contrats de Location Longue Durée (LLD).



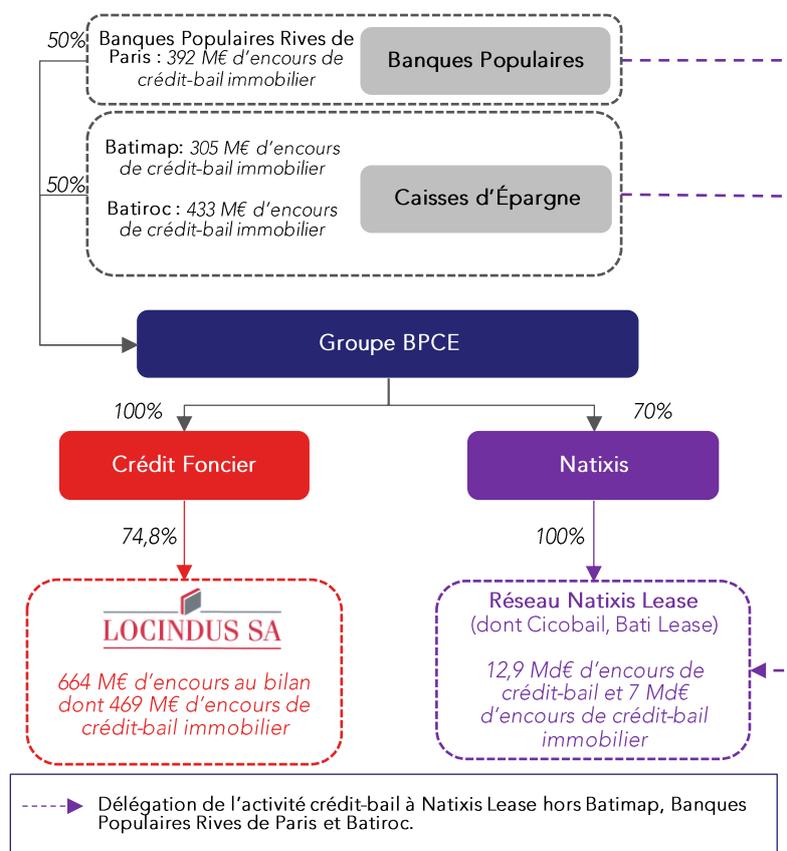
L'analyse de la répartition des encours de la Société montre que les deux principaux secteurs financés par Locindus sont l'immobilier<sup>39</sup> (75,6 %) et le secteur du tourisme et de l'hôtellerie (8,8 %). Locindus intervient essentiellement auprès d'une clientèle d'investisseurs financiers (foncières non cotées, fonds et holding d'investissement, ...).

Si les investisseurs financiers représentent l'essentiel du marché immobilier, ces derniers ne s'orientent pas naturellement vers le crédit-bail immobilier, car ils bénéficient d'un panel de financement large (accès aux marchés financiers, levée de fonds, emprunts, ...). En s'adressant à une clientèle d'investisseurs financiers, Locindus dispose certes d'un marché de taille restreinte, mais réduit son risque clients.

<sup>39</sup> Investisseurs, foncières, développeurs et promoteurs immobilier, ...

### 2.2.3. Positionnement de Locindus sur son marché concurrentiel

En tant que filiale du Crédit Foncier, la Société est membre du groupe BPCE.



Le groupe BPCE dispose d'un large réseau proposant des offres de crédit immobilier aux entreprises. L'essentiel de l'activité crédit-bail du groupe BPCE est regroupé au sein du réseau Natixis Lease détenant quatre filiales spécialisées dans le crédit-bail immobilier (Natixis Lease Immo, Cicobail, Natixis Bail et Sud-Ouest Bail) en sus des anciennes filiales du Crédit Coopératif (Inter Coop et Bati Lease<sup>40</sup>), récemment intégrées à Natixis.

Évoluant dans un environnement externe concurrentiel, la Société doit également faire face à une concurrence au sein même du groupe BPCE. En effet, Natixis Lease est le *leader* du marché français du crédit-bail immobilier avec environ 7 Md€ d'encours de crédit-bail immobilier<sup>41</sup>. À la différence de Locindus, Natixis Lease intervient en délégation pour une grande partie du réseau Banque Populaire et Caisse d'Épargne.

## 2.3. Analyse de l'activité et de la rentabilité de la Société

### 2.3.1. Évolution de l'activité de la Société

Suite à l'acquisition d'une participation majoritaire dans la Société par le Crédit Foncier en 2007 et de la cession concomitante de sa filiale SIICInvest à Icade<sup>42</sup>, la Société s'est recentrée sur son cœur de métier, le financement de l'immobilier d'entreprise.

<sup>40</sup> Ces deux sociétés sont en gestion extinctive depuis 2010.

<sup>41</sup> Source : [https://www.lease.natixis.com/lease/jcms/rpy81\\_25173/fr/rapprochement-dans-le-cbi](https://www.lease.natixis.com/lease/jcms/rpy81_25173/fr/rapprochement-dans-le-cbi)

<sup>42</sup> Cession de la filiale SIICInvest finalisée par Locindus en 2008.

Les principaux agrégats concourant à la formation du résultat net depuis 2013 se présentent comme suit :

Compte de résultat consolidé							
M€	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17	juin-18	sept.-18
	12m	12m	12m	12m	12m	6m	9m
Produit net bancaire - hors autres activités	16,5	17,0	17,7	14,9	13,7	7,2	11,1
<i>Variation</i>	<i>(2,5%)</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,0%</i>	<i>(16,1%)</i>	<i>(8,0%)</i>		
Produit des autres activités	1,1	1,6	0,3	0,2	4,5	5,8	5,9
Produit net bancaire	17,6	18,6	18,0	15,1	18,2	13,0	17,0
<i>Variation</i>	<i>(28%)</i>	<i>6%</i>	<i>(3%)</i>	<i>(16%)</i>	<i>21%</i>		
Charges générales d'exploitation	(5,6)	(5,1)	(5,7)	(5,4)	(5,1)	(2,7)	(4,2)
EBITDA	12,0	13,5	12,2	9,7	13,0	10,3	12,8
<i>% PNB</i>	<i>68%</i>	<i>73%</i>	<i>68%</i>	<i>64%</i>	<i>72%</i>	<i>79%</i>	<i>75%</i>
Dotation aux amortissements et provisions	0,1	-	-	-	-	-	-
Coût du risque	1,2	0,2	(0,1)	(0,1)	0,1	0,3	0,1
EBIT	13,3	13,7	12,1	9,5	13,2	10,6	12,9
<i>% PNB</i>	<i>76%</i>	<i>74%</i>	<i>68%</i>	<i>63%</i>	<i>72%</i>	<i>82%</i>	<i>76%</i>
Gains ou pertes sur actifs immobilisés	-	-	-	-	-	-	-
Quote-part du résultat net des sociétés MEE	-	(0,0)	(0,0)	1,0	(0,0)	-	-
Impôt société	(4,7)	(5,1)	(4,5)	(3,7)	(3,7)	(3,7)	(4,5)
Résultat net - part du groupe	8,6	8,7	7,6	6,8	9,5	6,9	8,4
<i>% PNB</i>	<i>49%</i>	<i>47%</i>	<i>42%</i>	<i>45%</i>	<i>52%</i>	<i>53%</i>	<i>49%</i>

Sources : documents de référence, rapport financier semestriel 2018, bilan au 30 septembre 2018.

Malgré une diminution du PNB, le résultat net du Groupe<sup>43</sup> est resté relativement stable sur les dernières années.

L'évolution de l'activité et de la rentabilité de la Société s'explique essentiellement par :

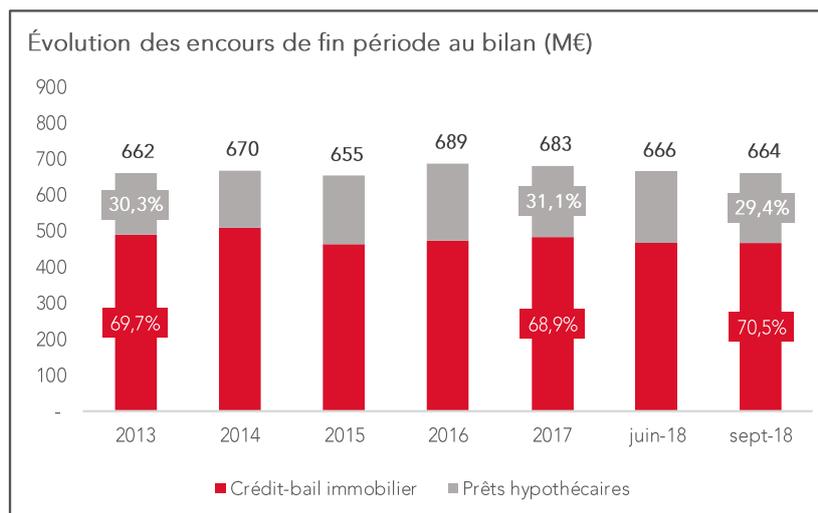
- une baisse relative du PNB provenant essentiellement de la réduction de la marge nette ;
- la maîtrise des charges générales d'exploitation permettant de compenser la baisse des revenus et de maintenir le résultat net de la Société ;
- la baisse progressive des produits non récurrents suite à l'extinction des filiales Scribe (§ 2.2.1).

#### a) Évolution du produit net bancaire

L'évolution du PNB est directement liée à celle du volume des encours et du taux de marge nette.

Depuis 2013, le niveau d'encours de la Société, en termes de crédit-bail immobilier et de crédit hypothécaire, est resté relativement stable.

<sup>43</sup> Locindus détenait des filiales jusqu'en 2018.



Locindus refinance sa production nouvelle pour partie par des emprunts ayant les mêmes caractéristiques de durée et de type de taux que les encours couverts.

La Société se refinance directement auprès du Crédit Foncier aux mêmes conditions que les filiales du groupe BPCE, soit les conditions de marché majorées d'un point de base correspondant aux frais de mise en place et de gestion des dossiers.

La rentabilité de la Société est ainsi dépendante des conditions du marché bancaire.

Après retraitement des produits et charges non récurrents provenant des autres activités, la marge de la Société s'est améliorée jusqu'en 2015 pour finalement perdre 60 points de base par la suite.

Cette dégradation de marge trouve principalement son origine dans :

- un environnement de taux bas (§ 2.1.1.1) ;
- l'intensification de la concurrence ;
- les renégociations de contrats par les clients<sup>44</sup>.

#### *b) La maîtrise des charges générales d'exploitation*

Filiale du Crédit Foncier depuis 2008, les charges d'exploitation de la Société se composent principalement :

- des charges liées à l'application de la convention de gestion conclue avec le Crédit Foncier ;
- des charges de personnel ainsi des impôts et taxes courants.

Le premier poste de charges concerne la convention de gestion conclue avec le Crédit Foncier au titre de laquelle l'Initiateur réalise des prestations tant commerciales (développement, assistance juridique dans le cadre de la mise en place de solutions de financement, ...) que de support (gestion financière, comptable, administrative, ...).

<sup>44</sup> Ce constat a été également fait pour les autres acteurs du marché (§ 2.1.1.2).

Jusqu'en 2017, la rémunération perçue par le Crédit Foncier dans le cadre de cette convention de gestion se décomposait comme suit<sup>45</sup> :

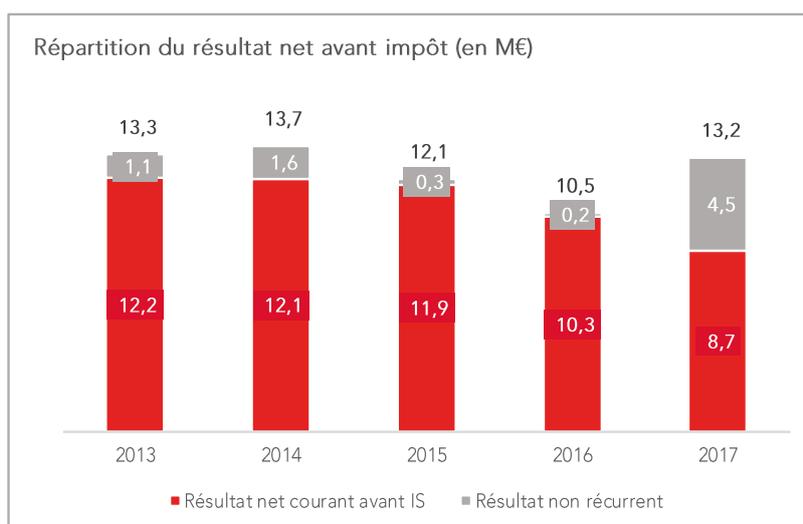
- > « 0,46 % hors taxes des encours financiers de crédit-bail, de location longue durée, de prêt et des valeurs nettes comptables des immobilisations temporairement non louées et des immeubles de placement pris au 31 décembre de l'année N-1 au titre de la gestion courante ;
- > 1 % hors taxes au titre de gestion événementielle basée sur le prix de cession des immobilisations cédées et l'encours de crédit-bail recommercialisé. »

Malgré l'intensification des contraintes réglementaires (§ 2.1.1.2), la Société a maîtrisé ses charges générales d'exploitation.

À partir du 1<sup>er</sup> janvier 2018, suite au transfert de personnel de Locindus au Crédit Foncier, la convention de gestion a été modifiée afin d'y intégrer les prestations commerciales, précédemment exercées directement par la Société.

### c) La liquidation de la filiale Scribe - source de revenus non récurrents

Nous avons reproduit, ci-dessous, la décomposition du résultat net avant impôt réalisé historiquement afin d'isoler la part revenant aux produits non récurrents.



La Société a perçu ces dernières années des produits non récurrents issus essentiellement du produit des cessions réalisées par ses filiales Scribe. Ces filiales portaient des actifs financés en crédit-bail immobilier par la Société et loués dans le cadre de contrats de location de longue durée (avec option de transformation en crédit-bail immobilier) ; elles ont cédé leurs actifs au fil de l'eau, générant ainsi des résultats de cession par nature non récurrents.

Au 30 juin 2018, Locindus a liquidé l'ensemble des filiales Scribe dont l'activité était en voie d'extinction (§ 2.2.1). Avec la cession des filiales Scribe, la part des résultats non courants devrait, dans le futur, être restreinte pour concerner uniquement :

- > le produit de cession des immeubles de placement encore en portefeuille, avec un impact marginal ;

<sup>45</sup> La convention de gestion est relatée dans le rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées. Source : [Document de référence 2017](#), p. 64.

- les indemnités à recevoir suite au remboursement anticipé de contrats de crédit-bail immobilier et/ou pénalités.

### 2.3.2. Structure bilancielle

La structure bilancielle de la Société a évolué comme suit depuis 2013<sup>46</sup>.

Actif net comptable							
M€	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17	juin-18	sept.-18
Prêts et créances*	614,0	604,3	659,6	691,1	685,0	664,4	659,0
Immeubles de placement et immobilisations corporelles	54,4	78,1	2,3	0,7	0,7	0,7	0,6
Dettes à terme envers les établissements de crédit	(224,2)	(222,2)	(330,9)	(407,3)	(394,3)	(379,2)	(373,3)
Dettes envers la clientèle	(1,2)	-	(0,8)	-	-	-	-
Dettes représentées par un titre	(269,1)	(161,5)	(156,4)	-	-	-	-
Avances preneurs	(40,0)	(49,3)	(44,7)	(49,8)	(50,3)	(47,8)	(46,5)
<b>Actif économique</b>	<b>133,8</b>	<b>249,4</b>	<b>129,2</b>	<b>234,7</b>	<b>241,0</b>	<b>238,0</b>	<b>239,8</b>
Actifs/Passifs d'impôts courants et d'impôts différés	2,7	1,5	(0,1)	2,0	1,5	(0,0)	(0,0)
Actifs financiers disponibles à la vente	0,1	0,0	-	-	-	-	-
Instruments dérivés de couverture (dont écart de réévaluation)	19,0	7,6	3,0	(2,9)	(1,1)	(1,1)	(1,3)
Participations dans les entreprises mises en équivalence	-	0,5	0,5	1,5	-	-	-
Comptes de régularisation et actifs/passifs divers	(9,5)	(7,3)	(19,5)	(6,6)	(4,7)	(8,2)	(5,6)
<b>Autres actifs et passifs</b>	<b>12,3</b>	<b>2,3</b>	<b>(16,2)</b>	<b>(6,0)</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(9,3)</b>	<b>(6,9)</b>
Prêts et créances sur les établissements de crédit	122,4	16,6	150,2	29,5	24,4	27,9	24,7
Dettes à vue envers les établissements de crédit	(0,7)	(2,7)	(0,5)	(0,1)	(0,2)	(0,5)	-
Caisse, banque centrale	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-
<b>Trésorerie / endettement net</b>	<b>121,7</b>	<b>13,9</b>	<b>149,7</b>	<b>29,4</b>	<b>24,1</b>	<b>27,4</b>	<b>24,7</b>
<b>Provisions risques et charges</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,5)</b>
<b>Actif net comptable</b>	<b>267,4</b>	<b>265,3</b>	<b>262,3</b>	<b>257,7</b>	<b>260,4</b>	<b>255,6</b>	<b>257,1</b>
Nombre d'actions (en millions)	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7
<b>€ / action</b>	<b>25,0 €</b>	<b>24,8 €</b>	<b>24,5 €</b>	<b>24,1 €</b>	<b>24,4 €</b>	<b>24,0 €</b>	<b>24,1 €</b>

\* Montant des encours hors bilan au 30 septembre 2018 : 25 M€.

Sources : documents de référence, rapport financier semestriel 2018, bilan au 30 septembre 2018.

#### 2.3.2.1. Prêts et créances

Le poste « Prêts et créances », d'un montant de 659,0 M€ au 30 septembre 2018, inclut les prêts et les créances consentis à la clientèle. La majeure partie de l'activité de la Société correspond aux opérations de location-financement. Pour le crédit-bailleur, la créance de location financement est inscrite au bilan pour un montant égal à l'investissement net, tel qu'il figure dans le contrat de location<sup>47</sup>.

#### 2.3.2.2. Immeubles de placement et immobilisations corporelles

Les immeubles de placement sont des biens immobiliers détenus dans le but d'en retirer des loyers et de valoriser le capital investi ; ils figurent au bilan à leur valeur nette comptable (0,6 M€).

Au 30 septembre 2018, le patrimoine de location simple résiduel comprenait trois immeubles, évalués à dire d'expert immobilier à 2,2 M€ (§ 3.2.2).

<sup>46</sup> L'actif net comptable au 31 décembre 2018 est estimé à 258,1 M€ (§ 3.4.2).

<sup>47</sup> Soit la valeur des paiements minimaux à recevoir de la location actualisés au taux implicite du contrat et augmentée de toute valeur résiduelle non garantie revenant au bailleur.

Au quatrième trimestre 2018, la Société a cédé un de ces actifs pour un prix inférieur à 1 M€.

### 2.3.2.3. Dettes à terme envers les établissements de crédit

En tant que filiale du Crédit Foncier, la couverture des besoins de financement de la Société est assurée par le Crédit Foncier aux conditions financières du groupe BPCE.

La Société refinance ses encours, à hauteur de 60 %, en souscrivant des emprunts présentant les mêmes caractéristiques, en termes de durée et de nature de taux, que le portefeuille des prêts.

Ratio de couverture							
M€	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17	juin-18	sept.-18
Prêts et créances*	614,0	604,3	659,6	691,1	685,0	664,4	659,0
Dettes envers la clientèle	(1,2)	-	(0,8)	-	-	-	-
Avances preneurs	(40,0)	(49,3)	(44,7)	(49,8)	(50,3)	(47,8)	(46,5)
<b>Prêt et créances nets des avances preneurs</b>	<b>572,8</b>	<b>555,0</b>	<b>614,2</b>	<b>641,3</b>	<b>634,7</b>	<b>616,5</b>	<b>612,5</b>
Dettes à terme envers les établissements de crédit	(224,2)	(222,2)	(330,9)	(407,3)	(394,3)	(379,2)	(373,3)
Dettes représentées par un titre	(269,1)	(161,5)	(156,4)	-	-	-	-
Trésorerie / endettement net	121,7	13,9	149,7	29,4	24,1	27,4	24,7
<b>Endettement net</b>	<b>(371,7)</b>	<b>(369,8)</b>	<b>(337,5)</b>	<b>(377,9)</b>	<b>(370,2)</b>	<b>(351,8)</b>	<b>(348,7)</b>
<b>Ratio de couverture</b>	<b>65%</b>	<b>67%</b>	<b>55%</b>	<b>59%</b>	<b>58%</b>	<b>57%</b>	<b>57%</b>

Sources : documents de référence, rapport financier semestriel 2018, bilan au 30 septembre 2018.

Depuis 2006, les emprunts sont donc constitués des financements mis en place avec le Crédit Foncier, dont le montant total au 30 septembre 2018 s'élève à 373,3 M€.

### 2.3.2.4. Prêts et créances sur les établissements de crédit

Les prêts et créances détenus par la Société sur les établissements de crédit, d'un montant de 24,7 M€ au 30 septembre 2018, correspondent à la trésorerie disponible placée au sein du Crédit Foncier.

### 2.3.2.5. Avances-preneurs

Le crédit-bail immobilier permet de financer un bien immobilier sans apport initial. Toutefois dans le cadre de l'avance-preneur, le crédit-preneur peut consentir un prêt au crédit-bailleur, les intérêts de ce prêt venant en diminution des loyers versés au crédit-bailleur.

Au 30 septembre 2018, le solde des avances-preneurs s'élève à 46,5 M€.

### 2.3.2.6. Provisions pour risques et charges

Les provisions pour risques et charges, d'un montant de 0,5 M€ au 30 septembre 2018, sont exclusivement constituées d'un risque fiscal concernant le traitement de la compensation des charges foncières refacturées aux clients.

### 2.3.2.7. Instruments dérivés de couverture

Les instruments de couvertures de juste valeur détenus par la Société correspondent principalement à des swaps de taux d'intérêt permettant de se prémunir contre les variations de juste valeur des instruments à taux fixe imputables à l'évolution des taux de marché.

### 2.3.2.8. Comptes de régularisation

Les comptes de régularisation intègrent principalement les charges à payer.

## 2.4. Matrice SWOT

La matrice SWOT, ci-après, synthétise le positionnement de la Société sur son marché, à titre de transition avec l'Évaluation de l'Action (§ 3).

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"><li>- Adossement au Crédit Foncier permettant à la Société de bénéficier des conditions de refinancement propre à un grand groupe bancaire tel que BPCE ;</li><li>- Adossement au Crédit Foncier et au groupe BPCE permettant de rationaliser les frais de structure malgré l'intensification des contraintes réglementaires ;</li><li>- Acteur historique sur le marché du financement d'immobilier d'entreprise.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Ne bénéficie pas du réseau commercial de la BPCE (Banques Populaires et Caisses d'Épargne) ;</li><li>- Positionnement sur une part de marché du crédit-bail limitée ;</li><li>- Concentration sur le marché français et offre de services limitée au CBI ;</li><li>- Rentabilité des capitaux propres limitée.</li></ul>
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"><li>- Forte demande dans l'immobilier d'entreprise ;</li><li>- Gestion en extinction d'une grande partie de sociétés spécialisées dans le crédit-bail immobilier ;</li><li>- Mouvement de concentration dans le secteur bancaire surtout dans le secteur du crédit-bail immobilier.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Marché très concurrentiel entraînant une forte pression sur les prix ;</li><li>- Saturation du marché immobilier d'entreprise notamment du fait des offres ;</li><li>- Renforcement des contraintes réglementaires venant limiter les encours des banques.</li></ul>

### 3. Évaluation de l'Action

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

- les caractéristiques comptables et financières de la Société (§ 3.1) ;
- la méthode de valorisation écartée (§ 3.2) ;
- l'analyse du cours de bourse (§ 3.3) ;
- les approches qui nous sont apparues pertinentes pour évaluer l'Action (§ 3.4) ;
- la synthèse de l'Évaluation Multicritère et notre appréciation des primes induites (§ 3.5).

#### 3.1. Caractéristiques comptables et financières

##### 3.1.1. Référentiel comptable

La Société établit ses comptes consolidés conformément<sup>48</sup> au référentiel comptable international (IFRS<sup>49</sup>).

Les comptes consolidés<sup>50</sup> au 30 juin 2018 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes, qui n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels condensés ou résumés avec la norme IAS 34<sup>51</sup>.

Le Conseil d'Administration a arrêté le 8 novembre 2018 des comptes consolidés de la Société au 30 septembre 2018, qui ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes.

##### 3.1.2. Nombre d'actions

En l'absence d'instruments dilutifs émis par la Société et d'actions d'autocontrôle, la valeur unitaire de l'Action a été déterminée par référence au nombre d'Actions en circulation, soit **10.668.982** Actions (§ 1.2.1).

##### 3.1.3. Date d'évaluation

L'Action est évaluée sur la base des comptes consolidés au 30 septembre 2018 (§ 3.1.1).

---

<sup>48</sup> En application du Règlement européen n°1606/2002 du 19 juillet 2002.

<sup>49</sup> *International Financial Reporting Standards*.

<sup>50</sup> La dernière filiale de la Société, Oxiane, est en liquidation. Cette filiale ne détenait plus aucun actif.

<sup>51</sup> Norme du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union Européenne relative à l'information financière intermédiaire.

Nous avons retenu pour la référence au cours de bourse la date du 18 juin 2018, jour de la publication du communiqué de l'intersyndicale du Crédit Foncier évoquant « *la volonté d'un démantèlement inéluctable du Crédit Foncier* »<sup>52</sup> et emportant donc des conséquences pour Locindus. Nous avons noté un échange de volumes significatifs sur l'Action suite à cette annonce. À titre d'information, nous avons également analysé le cours de l'Action au 22 juin 2018, dernière séance avant la suspension de cours et l'annonce de l'Offre<sup>53</sup>.

### 3.2. Méthode d'évaluation écartée

Nous justifions, ci-après, la non-prise en compte en tant que méthode d'évaluation de l'Action, de la référence à la valorisation patrimoniale de la Société fondée sur son actif net réévalué (« ANR »).

Nous détaillons ci-après :

- les limites méthodologiques qui nous conduisent à exclure cette méthode ;
- à titre d'information, les résultats issus de la mise en œuvre de cette méthode à partir de la dernière juste valeur des différents actifs (portefeuille de prêts et créances, immeubles de placement) et passifs (dettes financières) qui a été portée à notre connaissance<sup>54</sup>.

#### 3.2.1. Juste valeur du portefeuille de prêts et créances

Les prêts et créances consentis aux établissements de crédit et à la clientèle sont comptabilisés dans les comptes consolidés de la Société au coût amorti.

L'application de la norme IFRS 9<sup>55</sup> conduit la Société à présenter en annexe de ses comptes consolidés la juste valeur de son portefeuille qui est « *déterminée à partir de modèles internes de valorisation consistant à actualiser les flux futurs recouvrables de capital et d'intérêt sur la durée restant à courir* »<sup>56</sup>.

Le calcul de cette juste valeur, qui est purement conventionnel en application du référentiel IFRS, ne correspond pas à un prix de transaction ; ne sont en effet notamment pas prises en compte :

- les contraintes de liquidité qui pourraient exister pour la cession du portefeuille en l'état ;

---

<sup>52</sup> Source : Communiqué Intersyndicale Crédit Foncier, « [Quel avenir pour le Crédit Foncier ?](#) », 18 juin 2018.

<sup>53</sup> Crédit Foncier, « [Projet d'offre publique de retrait sur Locindus](#) », 26 juin 2018.

<sup>54</sup> Juste valeur :

- du portefeuille de prêts et créances et des dettes financières au 30 juin 2018 calculée à partir de l'information publiée dans le [rapport financier du 1<sup>er</sup> semestre 2018](#) ;
- des deux immeubles de placement encore détenus au 31 décembre 2018 estimée sur la base d'expertises immobilières réalisées sur le 4<sup>ème</sup> trimestre 2018 ;
- de l'immeuble de placement de Montigny-le-Bretonneux cédé au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre 2018 par référence à son prix de cession.

<sup>55</sup> « Instruments financiers ».

<sup>56</sup> Locindus, [Rapport financier 1<sup>er</sup> semestre 2018](#), p. 41.

- l'évolution de la marge de crédit en lien avec celle de la durée des contrats puisque dans ce calcul « *sauf cas particulier, seule la composante taux d'intérêt est réévaluée, la marge de crédit étant figée à l'origine et non réévaluée par la suite* »<sup>57</sup>.

L'évaluation par l'ANR n'intègre pas non plus l'impact des frais associés à la gestion de ces contrats tels que :

- la gestion administrative des dossiers actuellement refacturée à Locindus par l'Initiateur au titre de la Convention Réglementée ;
- le coût du risque couvrant le risque de défaillance de la clientèle en portefeuille.

L'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires (*Dividend Discount Model* ou « **DDM** ») mise en œuvre à titre principal (§ 3.4.1) nous semble de nature à mieux appréhender les spécificités du portefeuille de prêts et de créances, le risque associé et l'impact des frais de fonctionnement de la structure.

### 3.2.2. Juste valeur des immeubles de placement

Au 30 septembre 2018, la Société détenait trois immeubles de placement, inscrits au bilan pour leur valeur nette comptable de 0,6 M€ (§ 2.3.2.2), évalués à 2,2 M€, par référence à des expertises immobilières et au prix de la transaction réalisée au cours du quatrième trimestre 2018 pour l'un de ces actifs.

La juste valeur du portefeuille immobilier estimée au 30 septembre 2018 a été évaluée à partir des éléments suivants :

Valeur du patrimoine immobilier			
Actifs	Expert immobilier	Date d'expertise	Méthode d'évaluation
Cesson-Sevigne	Crédit Foncier Expertise	31-déc.-18	Actualisation des flux
Les Manières	Crédit Foncier Expertise	31-déc.-18	Méthodes par capitalisation et par comparaison
Montigny le Bretonneux	n.a.		Prix de cession
<b>Valeur du patrimoine immobilier (M€)</b>			<b>2,2</b>

L'approche de valorisation par l'ANR table sur une cession immédiate des deux actifs encore en portefeuille à fin 2018, et dès lors ne tient pas compte du calendrier de cession envisagé par la Direction pour ces actifs, alors que l'approche DDM permet d'appréhender plus précisément l'effet du déblocement de ces actifs.

### 3.2.3. Juste valeur des dettes financières

La juste valeur théorique a été déterminée uniquement pour « *les dettes à taux fixe envers les établissements de crédit et la clientèle de durée supérieure à un an* » ; celle-ci « *est présumée correspondre à la valeur actualisée des flux futurs au taux d'intérêt observé à la date de clôture* », cependant « *le spread de crédit propre n'est pas pris en compte* »<sup>58</sup>.

<sup>57</sup> Locindus, [Rapport financier 1<sup>er</sup> semestre 2018](#), p. 41.

<sup>58</sup> Locindus, [Rapport financier 1<sup>er</sup> semestre 2018](#), p. 41.

Dans une logique de marché fondée sur le refinancement de la dette, cette disposition ne trouverait pas à s'appliquer, le risque de Locindus, ou *spread* de crédit, étant alors intégré par le prêteur dans le calcul de la rémunération attendue et donc dans la valorisation des dettes.

### 3.2.4. Synthèse

Comme souligné ci-avant, la valorisation de l'Action par référence à l'ANR comporte des biais d'analyse.

Les justes valeurs indiquées par la Société en annexe de ses comptes consolidés correspondent en effet à des calculs conventionnels réalisés en application des normes IFRS qui, au cas particulier, ne peuvent être rapprochés de valeurs de transaction ou de marché.

À titre informatif, nous présentons néanmoins, en nous référant aux dernières informations disponibles, l'ANR tel qu'il ressortirait après prise en compte de l'impact fiscal lié aux réévaluations :

ANR	
M€	
<b>ANC</b>	<b>257,1</b>
Réévaluation des prêts et créances sur la clientèle	32,1
Réévaluation des prêts envers les établissements de crédit	(7,8)
Réévaluation des immeubles de placement	1,0
<b>Réévaluation du portefeuille</b>	<b>25,4</b>
Fiscalité latente	(8,5)
<b>ANR</b>	<b>274,0</b>
Nombre d'actions (en millions)	10,7
<b>ANR par Action</b>	<b>25,7 €</b>

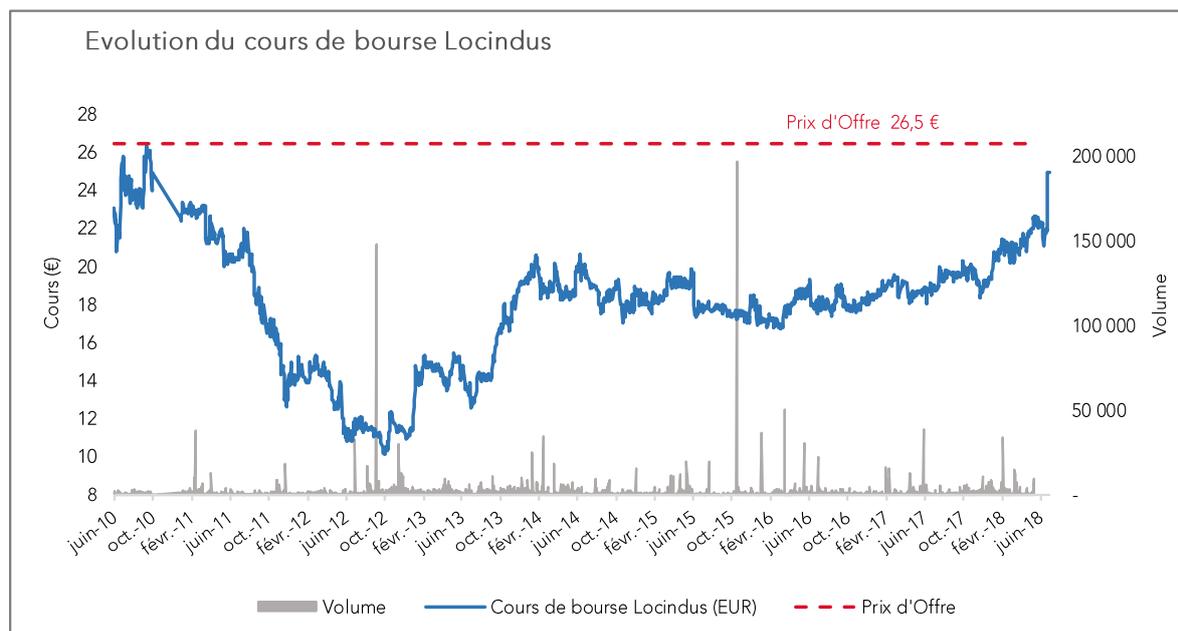
La méthode du DDM, permettant d'appréhender l'ensemble des flux de la Société, nous semble dans le cas présent plus adaptée que la référence à l'ANR pour valoriser l'Action.

### 3.3. Analyse du cours de bourse

La référence aux cours de bourse, qui est mentionnée en comparaison du Prix d'Offre, ne peut être considérée comme une méthode d'évaluation en tant que telle, au regard de la faible liquidité de l'Action et, à notre connaissance, de l'absence d'analystes en charge de son suivi.

Du fait de la nature de l'Offre, la référence au cours de bourse demeure toutefois incontournable.

Les titres Locindus sont cotés sur le compartiment B<sup>59</sup> du marché réglementé Euronext Paris. Nous présentons ci-dessous l'évolution du titre Locindus sur longue période :



Après avoir frôlé un niveau équivalent au Prix d'Offre début septembre 2010, le cours a fortement chuté en raison d'un contexte de marché défavorable pour atteindre un point bas en octobre 2012. Sur cette période, la Société a été informée du franchissement du seuil statutaire de 2 % de son capital, à la hausse par la société Sycomore Asset Management, et à la baisse par la société Tocqueville Finance<sup>60</sup>.

Suite à la mise en œuvre d'un plan de rachat d'actions à la fin de l'année 2012, le cours s'est fortement apprécié jusqu'au début de l'année 2014, pour osciller jusqu'à début juin 2017 entre 17 € et 21 €. Des échanges importants sont notamment intervenus le 23 novembre 2015, suite au franchissement à la hausse du seuil de 5 % du capital de la Société par Sycomore Asset Management ; le cours de clôture à cette date était de 17,4 €.

À partir de début juin 2017, le cours de l'Action s'est de nouveau apprécié jusqu'à la date d'annonce de l'Offre pour se caler ensuite au prix de 25,0 € par Action annoncé par l'Initiateur le 26 juin 2018. Les principales évolutions du cours de l'Action sur cette dernière période sont les suivantes :

- la période s'échelonnant du 20 novembre 2017 à mars 2018 est marquée par une hausse progressive de l'Action et l'opération de rachat de 20.036 actions par la Société suivie de leur annulation<sup>61</sup> ;
- après les premières rumeurs de démantèlement évoqué lors d'un communiqué de l'intersyndicale du Crédit Foncier le 18 juin 2018, le cours a progressé jusqu'à 25,0 € le 22 juin 2018, dernière séance avant la suspension de cours et l'annonce de l'Offre ;

<sup>59</sup> Sous le code ISIN FR0000121352.

<sup>60</sup> Communiqué de Locindus SA, « Franchissements de seuil statutaire », 12 octobre 2012.

<https://locindus.fr/wp-content/uploads/2014/11/2012.10.12-Franchissements-de-seuil-statutaire.pdf>

<sup>61</sup> Communiqué de Locindus SA, « Annulation de 20.036 actions et réduction de capital de Locindus SA en date du 20 novembre 2017 », 20 novembre 2017.

[https://locindus.fr/wp-content/uploads/CP\\_2017-11-20.pdf](https://locindus.fr/wp-content/uploads/CP_2017-11-20.pdf)

- le 26 juin 2018, l'Initiateur a annoncé son intention d'acquérir le solde du capital de Locindus, à un prix de 25 € par Action, qui a depuis lors été rehaussé à 26,5 €.

L'évolution du cours de l'Action doit être mise en perspective avec la faible liquidité du titre ; sur les douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre, environ 15 % du flottant<sup>62</sup> a été échangé.

<b>Rotation du flottant</b>	
<b>Date de référence</b>	<b>22-juin-18</b>
Nombre de titres échangés (12 mois)	415 257
Nombre d'actions hors Crédit Foncier	2 686 772
<b>Rotation du flottant (%)</b>	<b>15,5%</b>
<b>Rotation du flottant (années)</b>	<b>6,5</b>

Nous présentons, ci-après, les principales évolutions du cours moyen pondéré par les volumes (« **CMPV** ») sur les 12 mois précédant l'annonce de l'Offre, décomptés en date du 18 juin 2018, date des premières rumeurs ; à titre d'information nous avons également procédé à l'analyse du cours de bourse au 22 juin 2018, dernière séance avant la suspension de cours et l'annonce de l'Offre :

<b>Analyse du cours de bourse</b>		
	<b>CMPV 18 juin 2018</b>	<b>CMPV 22 juin 2018</b>
Spot	21,8 €	25,0 €
CMPV 20 séances	22,1 €	22,2 €
CMPV 1 mois	22,1 €	22,2 €
CMPV 3 mois	21,8 €	22,2 €
CMPV 6 mois	21,2 €	21,3 €
CMPV 12 mois	20,3 €	20,4 €
<b>Plus haut 12 mois</b>	<b>22,7 €</b>	<b>25,0 €</b>
<b>Plus bas 12 mois</b>	<b>18,4 €</b>	<b>18,4 €</b>

Au cours des douze mois précédant l'annonce de l'Offre, l'intégralité des volumes de titres ont été échangés à un prix inférieur au Prix d'Offre.

### 3.4. Méthodes d'évaluation retenues

Pour apprécier le Prix d'Offre, nous nous référons, à titre principal, à :

- la méthode DDM (§ 3.4.1), qui compte tenu du contexte de l'Opération permet d'évaluer l'Action selon les deux scénarios envisagés par la Direction :
  - le Plan d'Affaires *run off* ou scénario de référence traduisant l'extinction de l'activité de la Société, approuvé par le Conseil d'Administration du 21 novembre 2018 ;
  - le Plan d'Affaires *stand alone* ou scénario hypothétique tablant sur la continuité d'exploitation de la Société présenté au Conseil d'Administration du 21 novembre 2018 ;

<sup>62</sup> Le flottant ne représente environ que 25 % du nombre total d'Actions (§ 1.2.1).

- l'approche patrimoniale fondée sur les fonds propres de la Société estimés à 258,1 M€ au 31 décembre 2018 (§ 3.4.2), cet agrégat restant un indicateur de référence pour une société financière, notamment dans un contexte de retrait obligatoire.

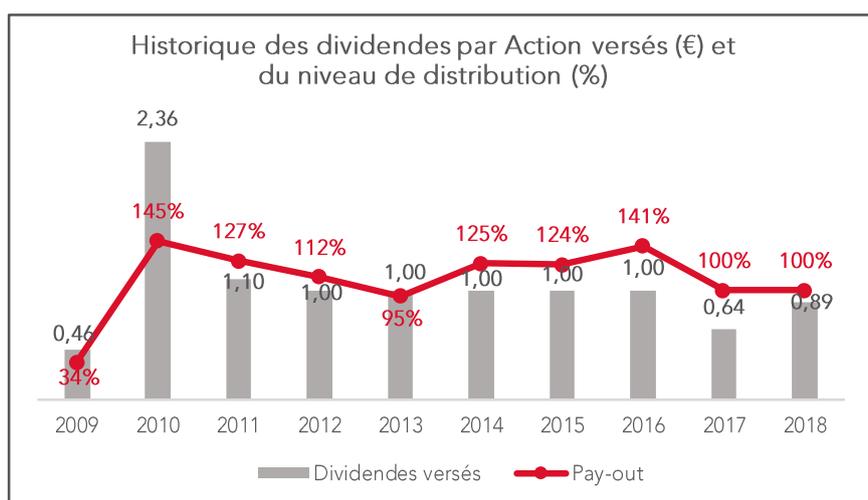
À titre de recoupement, nous avons mobilisé :

- les méthodes analogiques fondées sur les multiples boursiers (§ 3.4.3) et les transactions comparables (§ 3.4.4) ;
- les multiples extériorisés depuis l'offre publique initiée par le Crédit Foncier sur Locindus en 2006 (§ 3.4.5) ;
- l'approche *Sum Of The Part* (« SOTP ») (§ 3.4.6).

### 3.4.1. DDM

#### 3.4.1.1. Présentation

Historiquement, la Société a suivi une politique de versement régulier de dividendes, à un niveau proche de son résultat annuel :



Le DDM consiste à déterminer la valeur actualisée, au coût des fonds propres de la Société, des dividendes prévisionnels dont les actionnaires pourront bénéficier.

Les sommes distribuables ont été déterminées sur la période de prévisions des Plans d'Affaires à partir du résultat net de la Société, après prise en compte :

- de la variation des encours sous gestion impactée par le remboursement des prêts du portefeuille selon leur échéancier et l'octroi de nouveaux prêts ;
- de la contrainte de fonds propres réglementaires en lien avec le niveau des encours sous gestion ;
- du besoin de financement permettant le versement des dividendes.

Ces flux ont été estimés à partir des deux Plans d'Affaires présentés le 21 novembre 2018 au Conseil d'Administration couvrant la période 2019-2022 (l'« Horizon Explicite ») :

- le Plan d'Affaires *run off*, approuvé par le Conseil d'Administration, traduisant la décision de l'Initiateur d'une gestion en extinction de l'activité de la Société à partir du 1<sup>er</sup> avril 2019 ;
- le Plan d'Affaires *stand alone*, selon une hypothèse de continuité d'exploitation de la Société avec une contractualisation annuelle d'une production nouvelle.

Nous détaillons, ci-après, la structure des flux découlant de chacun de ces scénarios.

### 3.4.1.2. Plan d'Affaires *run off*

#### a) Flux prévisionnels

Le Plan d'Affaires *run off* repose sur une gestion en extinction de l'activité de la Société, avec l'écoulement du portefeuille actuel prévu au 31 décembre 2018 et la production nouvelle sur le 1<sup>er</sup> trimestre 2019.

#### i. Résultat net prévisionnel

Le résultat net prévisionnel du Plan d'Affaires *run off* intègre l'impact :

- de l'écoulement du portefeuille et du financement associé existant au 30 septembre 2018, qui dépend de :
  - la durée résiduelle de chacun des contrats ;
  - la marge de crédit contractuellement déterminée pour les différentes lignes d'encours et d'emprunts existants ;
  - l'estimation de l'évolution des taux Euribor 3 et 6 mois en fonction de la courbe des taux du groupe BPCE ;
- des nouvelles productions attendues au-delà du 30 septembre 2018 et jusqu'au 1<sup>er</sup> avril 2019, date de mise en extinction du portefeuille, avec :
  - une couverture de ces nouveaux encours à hauteur du niveau historique ;
  - les produits et charges d'intérêts associés estimés à partir des conditions mises en place sur les derniers contrats signés ;
  - l'évolution des taux Euribor 3 et 6 mois en fonction de la courbe des taux du groupe BPCE ;
- du déboucement progressif de contrats de crédit-bail, source de produits non courants ;
- des revenus de location et de cession des immeubles de placement sur l'Horizon Explicite, estimés sur la base des dernières expertises immobilières (§ 2.3.2.2) ;
- des frais de gestion qui dépendent :
  - des dispositions de l'avenant à la Convention Réglementée appelé à être contractualisé à partir du 1<sup>er</sup> avril 2019 visant la baisse du taux de facturation des prestations de 0,58 % à 0,50 % des encours de début de période dans un premier temps, puis dès le 1<sup>er</sup> octobre 2019 à 0,40 %, et ce en lien avec la réduction du périmètre des prestations de services octroyées par le Crédit Foncier (§ 5) ;

- de la gestion événementielle liée à la levée des options<sup>63</sup> ;
  - pour les autres charges de gestion telles que les impôts et taxes ainsi que les services extérieurs, du niveau des encours sous-gestion ;
- > du coût du risque de défaillance apprécié en pourcentage des encours sous-gestion ;
  - > d'une imposition des résultats annuels conforme à la réglementation fiscale en vigueur.

Suite à nos discussions avec la Direction, nous avons ajusté le Plan d'Affaires *run off* afin de prendre en considération la transformation en production nouvelle des immobilisations en cours inscrites au bilan au 30 septembre 2018 ; il a été considéré que la production associée bénéficiait d'une rémunération similaire à celle des nouvelles productions intégrées dans le Plan d'Affaires et disposait d'une maturité de l'ordre de 9 années.

La gestion en extinction nous a conduits à étendre le Plan d'Affaires, en fonction des hypothèses énoncées ci-avant, jusqu'en 2036, terme estimé du dernier contrat.

### *ii. Contrainte de fonds propres réglementaires*

Les fonds propres réglementaires ont été déterminés à partir des règles prudentielles en vigueur au sein de la Société :

	Contrainte
Encours de crédit-bail immobilier	50,0%
Encours de prêts hypothécaires	75,0%
Produit net bancaire	15,0%
<b>Fonds propres réglementaires</b>	<b>10,5%</b>

Au 31 décembre 2018, les fonds propres réglementaires ont été estimés à 38,9 M€. L'excédent de fonds propres par rapport à la contrainte prudentielle s'établit ainsi à 219,2 M€<sup>64</sup>.

### *iii. Flux disponible*

Nous avons estimé le flux disponible distribuable aux actionnaires à partir :

- > de la trésorerie disponible de début de période ;
- > de la trésorerie générée sur la période constituée du résultat net prévisionnel de la période après prise en compte de la contrainte de fonds propres réglementaires et de la variation des encours nets de celle des emprunts.

Considérant le niveau de trésorerie disponible de la Société au 30 septembre 2018, le flux estimé du dernier trimestre 2018 et la signature prévue de nouveaux encours couverts à hauteur du niveau historique par endettement financier, la Société ne dispose pas des ressources nécessaires à la distribution de l'excédent de fonds propres.

<sup>63</sup> Frais estimés à 1 % des levées d'options, conformément à la Convention Réglementée.

<sup>64</sup> Excédent de fonds propres estimés au 31 décembre 2018 : 258,1 M€ (§ 3.4.2) - 38,9 M€ = 219,2 M€.

En conséquence, nous avons considéré que la Société serait en mesure de contracter un emprunt complémentaire (l'« **Emprunt Complémentaire** ») au 31 décembre 2018 et ultérieurement dès que nécessaire, afin d'assurer une remontée rapide des flux disponibles aux actionnaires et d'extérioriser ainsi une valeur élevée de l'Action.

Nous avons estimé pour l'**Emprunt Complémentaire** les modalités financières suivantes :

- remboursement de l'emprunt en fonction de la trésorerie restant disponible après versement de l'excédent en fonds propres ;
- rémunération sur la base d'un taux variable déterminé à partir de la courbe des taux utilisés dans l'estimation du résultat prévisionnel, incrémenté d'une marge de crédit estimée, après discussion avec la Direction, à un minimum de 60 points de base par référence aux conditions de financement actuelles de la Société.

Cette marge de crédit a été jugée par la Direction relativement faible compte tenu du montant important de l'Emprunt Complémentaire (supérieur à 200 M€) et de son objectif de financer la remontée de dividendes aux actionnaires en lieu et place du financement de nouveaux encours.

La méthodologie mise en œuvre conduit donc à simuler un coût de la dette situé en bas de fourchette, et ainsi à maximiser la valeur de l'Action.

#### b) Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation de la Société a été déterminé par transparence avec une estimation du risque associé au portefeuille sous gestion. Nous avons estimé le beta de l'actif économique du portefeuille à partir de la moyenne pondérée des betas endettés des trois premiers secteurs de référence des clients de la Société (le « **Beta sectoriel** ») :

Répartition du portefeuille		
Immobilier	473 728	86,4%
Hôtellerie	55 261	10,1%
Grande distribution	19 021	3,5%
<b>Total</b>	<b>548 010</b>	<b>100%</b>

Source : société.

Nous avons estimé le beta de ces secteurs en recherchant un indice sectoriel ou des sociétés du secteur appartenant à l'indice *Bloomberg* des « sociétés françaises » (**Annexe 8**) :

- pour le secteur Immobilier, nous avons repris l'indice « IEIF SIIC France » complété de la société Foncière Euris, client de la Société<sup>65</sup> ;

---

<sup>65</sup> Après discussion avec la Direction, les principaux clients de la Société présenteraient toutefois un profil plus risqué (sociétés foncières non cotées, pourcentage de *Loan To Value* plus important) que celui des sociétés de l'indice retenu. Afin d'extérioriser le maximum de valeur, nous n'avons pas considéré de prime de risque complémentaire associé au portefeuille de la Société. Notons que dans une optique en *run off* ce risque pourrait être compensé, au moins partiellement, par une plus grande visibilité sur le montant des flux prévisionnels, car l'extinction porte sur un portefeuille connu dès l'origine.

- pour les secteurs de l'Hôtellerie et de la Grande distribution, nous avons retenu l'ensemble des sociétés françaises cotées référencées sur *Bloomberg* classées dans ces deux secteurs.

Le beta du portefeuille de la Société est ainsi estimé à **0,58**. Ce niveau de beta faible s'explique en partie par le profil de sa clientèle, constituée essentiellement d'investisseurs financiers présentant un profil de risque limité.

Les autres éléments constitutifs du taux d'actualisation sont :

- un taux sans risque de **0,8 %** correspondant à la moyenne historique 1 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans<sup>66</sup>) ;
- une prime de risque du marché français estimée à **7,8 %**<sup>67</sup>.

En fonction du Beta sectoriel, le taux d'actualisation applicable a été estimé à **5,3 %** ; il pourrait cependant, en assimilant le risque de la Société au risque des sociétés du secteur bancaire considéré plus généralement (§ 3.4.3 et **Annexe 7**), tendre vers **10,6 %** :

Taux d'actualisation				
	Beta Sectoriel	Banques de financement immobilier	Banques de Retail européennes	Banques de Retail françaises
Taux sans risque	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Beta de l'actif économique	0,58	0,79	1,22	1,26
Prime de risque	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
<b>Taux d'actualisation</b>	<b>5,3%</b>	<b>6,9%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,6%</b>

### c) Synthèse

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées du taux d'actualisation<sup>68</sup> et du coût de l'Emprunt Complémentaire :

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action (€)			
Coût de l'Emprunt Complémentaire	Taux d'actualisation		
	5,3%	5,5%	5,8%
0,60%	24,5 €	24,4 €	24,3 €
0,70%	24,4 €	24,3 €	24,3 €
0,80%	24,3 €	24,3 €	24,2 €
0,90%	24,3 €	24,2 €	24,1 €
1,00%	24,2 €	24,2 €	24,1 €

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action (€)			
Coût de l'Emprunt Complémentaire	Taux d'actualisation		
	6,9%	8,8%	10,6%
0,60%	24,0 €	23,6 €	23,2 €
0,70%	24,0 €	23,5 €	23,1 €
0,80%	23,9 €	23,5 €	23,1 €
0,90%	23,9 €	23,4 €	23,0 €
1,00%	23,8 €	23,4 €	23,0 €

<sup>66</sup> Source : Banque de France.

<sup>67</sup> Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à fin novembre 2018 à **8,6 %** en moyenne 3 mois (modèle Ledouble), qui, sous déduction du taux sans risque de 0,8 %, induit une prime de risque de **7,8 %**.

<sup>68</sup> Par référence au Beta sectoriel, d'une part, et au beta des sociétés comparables, d'autre part.

La valeur de l'Action est peu sensible au taux d'actualisation compte tenu du versement de la quasi-totalité des flux au début du Plan d'Affaires. En fonction du risque associé au Plan d'Affaires *run off* de la Société, la valeur de l'Action se situe dans une fourchette encadrée par :

- > une **borne haute** de 24,5 € en considérant un risque limité du portefeuille ;
- > une **borne basse** de 23,0 € en considérant à l'extrême un risque de la Société équivalent à celui supporté par le secteur bancaire français.

### 3.4.1.3. *Plan d'Affaires stand alone*

#### a) *Flux prévisionnels*

Le Plan d'Affaires *stand alone* a été établi dans une perspective de continuité d'exploitation de la Société. Les données prévisionnelles reposent sur l'écoulement du portefeuille actuel estimé au 31 décembre 2018 et la prise en compte d'une production nouvelle au-delà.

#### i. *Résultat net prévisionnel*

Le résultat net prévisionnel du Plan d'Affaires *stand alone* intègre l'impact :

- > de l'écoulement du portefeuille et du financement associé existant au 30 septembre 2018 qui dépend de :
  - la durée résiduelle de chacun des contrats ;
  - la marge de crédit contractuellement déterminée pour les différentes lignes d'encours et d'emprunts existants ;
  - l'estimation de l'évolution des taux Euribor 3 et 6 mois en fonction de la courbe des taux du groupe BPCE ;
- > des nouvelles productions attendues au-delà du 30 septembre 2018 et jusqu'à fin décembre 2018, avec :
  - la signature de nouveaux encours sur l'Horizon Explicite ;
  - une couverture de ces nouveaux encours à hauteur du niveau historique ;
  - les produits et charges d'intérêts associés par référence aux conditions mises en place sur les derniers contrats signés ;
  - l'évolution des taux Euribor 3 et 6 mois en fonction de la courbe des taux du groupe BPCE ;
- > d'une production annuelle au-delà du 1<sup>er</sup> janvier 2019, avec :
  - la signature de nouveaux encours et leur délai de mise en œuvre<sup>69</sup> ;
  - une couverture de ces nouveaux encours par endettement financier à hauteur du niveau historique ;
  - les produits et charges d'intérêts associés estimés à partir des conditions mises en place sur les derniers contrats signés ;

---

<sup>69</sup> Lors de la signature de contrat de crédit-bail sur opération VEFA (Vente en État Futur d'Achèvement), l'engagement se transforme en contrat au bilan après une période usuelle de l'ordre de 18 mois.

- l'évolution des taux Euribor 3 et 6 mois en fonction de la courbe des taux du groupe BPCE ;
- > un besoin de refinancement complémentaire de l'ordre de 10 % de la production annuelle nouvelle afin de couvrir le besoin de trésorerie complémentaire sur l'Horizon Explicite ;
- > la prise en compte de produits non courants sur l'Horizon Explicite ;
- > des revenus de location et de cession des immeubles de placement sur l'Horizon Explicite, estimés sur la base des dernières expertises immobilières (§ 2.3.2.2) ;
- > des frais de gestion qui dépendent :
  - des conditions actuelles de rémunération de la convention de gestion, soit **0,58 %** des encours de début de période (§ 5) ;
  - de la gestion événementielle liée à la levée des options<sup>70</sup> ;
  - pour les autres charges de gestion telles que les impôts et taxes ainsi que les services extérieurs, du niveau des encours sous-gestion ;
- > du coût du risque de défaillance apprécié en pourcentage des encours sous-gestion ;
- > d'une imposition des résultats annuels conforme à la réglementation fiscale actuellement en vigueur.

Suite à nos discussions avec la Direction, nous avons ajusté le Plan d'Affaires *stand alone* afin de prendre en considération la transformation future en production nouvelle des immobilisations en cours inscrites au bilan au 30 septembre 2018 ; il a été considéré que la production associée bénéficiait d'une rémunération similaire à celle des nouvelles productions intégrées dans le Plan d'Affaires et disposait d'une maturité de l'ordre de 9 années.

Pour l'extension du Plan d'Affaires *stand alone*, nous avons retenu les mêmes hypothèses que celles susmentionnées, en considérant :

- > une production annuelle au-delà de l'Horizon Explicite ;
- > un écoulement sur une période de 2 ans du solde des engagements hors bilan existant à la fin de la période de prévisions.

### ii. *Contrainte de fonds propres réglementaires*

L'estimation des fonds réglementaires a été réalisée à partir des règles prudentielles en vigueur au sein de la Société (§ 3.4.1.2).

Au 31 décembre 2018, les fonds propres réglementaires ont été estimés à 38,9 M€. L'excédent de fonds propres par rapport à la contrainte prudentielle s'établit ainsi à **219,2 M€**<sup>71</sup>.

### iii. *Flux disponible*

Les modalités de détermination des flux disponibles sont conformes à ce qui a été décrit précédemment pour le Plan d'Affaires *run off* (§ 3.4.1.2).

<sup>70</sup> Frais estimés à 1 % des levées d'options, conformément à la Convention Réglementée.

<sup>71</sup> Excédent de fonds propres estimés au 31 décembre 2018 : 258,1 M€ (§ 3.4.2) - 38,9 M€ = 219,2 M€.

### b) Taux d'actualisation

Afin de maximiser la valeur, nous avons retenu la même analyse du taux d'actualisation que celle mise en œuvre pour l'actualisation des flux de Plan d'Affaires *run off* (§ 3.4.1.2) et n'avons donc pas intégré de risque complémentaire associé à la production annuelle nouvelle.

### c) Estimation de la valeur terminale

Dans le cadre du Plan d'Affaires *stand alone*, nous avons estimé une valeur terminale, calculée selon la méthode Gordon-Shapiro avec un taux de croissance perpétuel nul.

Nous avons extrapolé le Plan d'Affaires *stand alone* jusqu'à 2033<sup>72</sup>, correspondant à la date à partir de laquelle les nouvelles productions compensent l'écoulement du portefeuille.

### d) Synthèse

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées du taux d'actualisation<sup>73</sup> et du coût de l'Emprunt Complémentaire :

Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action (€)				Analyse de sensibilité de la valeur de l'Action (€)			
Coût de l'Emprunt Complémentaire	Taux d'actualisation			Coût de l'Emprunt Complémentaire	Taux d'actualisation		
	5,3%	5,5%	5,8%		6,9%	8,8%	10,6%
0,60%	23,9 €	23,8 €	23,7 €	0,60%	23,2 €	22,6 €	22,1 €
0,70%	23,7 €	23,6 €	23,5 €	0,70%	23,1 €	22,5 €	22,0 €
0,80%	23,5 €	23,4 €	23,3 €	0,80%	22,9 €	22,4 €	21,9 €
0,90%	23,3 €	23,2 €	23,1 €	0,90%	22,7 €	22,2 €	21,8 €
1,00%	23,1 €	23,0 €	23,0 €	1,00%	22,6 €	22,1 €	21,7 €

En fonction du risque associé au Plan d'Affaires *stand alone* de la Société, la valeur de l'Action se situe dans une fourchette encadrée par :

- une **borne haute** de 23,9 € en considérant un risque limité du portefeuille, par transparence avec le risque associé à la typologie de clients de la Société ;
- une **borne basse** de 21,7 € en considérant à l'extrême un risque de la Société équivalent à celui supporté par le secteur bancaire français.

### 3.4.2. Fonds propres estimés au 31 décembre 2018

Les fonds propres de la Société, estimés au 31 décembre 2018 à partir de l'actif net comptable (« ANC ») au 30 septembre 2018 et des prévisions de résultat du quatrième trimestre 2018, s'élèvent à 258,1 M€, soit 24,2 € par Action :

ANC au 31 décembre 2018	
M€	
ANC au 30 septembre 2018	257,1
Résultat net estimé au T4 2018	1,1
<b>ANC au 31 décembre 2018</b>	<b>258,1</b>
<b>ANC au 31 décembre 2018 par Action</b>	<b>24,2 €</b>

<sup>72</sup> Soit une valeur terminale positionnée avant la fin de l'extrapolation du Plan d'Affaires en *run off* (2036).

<sup>73</sup> Par référence au Beta sectoriel, d'une part, et au beta des sociétés comparables, d'autre part.

### 3.4.3. Valorisation analogique par les comparables boursiers

#### 3.4.3.1. Multiples analysés

Les multiples usuels dans le secteur bancaire et du financement sont les multiples de capitaux propres tels que :

- Capitalisation boursière / Résultat net (« PER ») ;
- Capitalisation boursière / Capitaux propres consolidés ou *Price / Book Value* (« P/BV ») ;
- Capitalisation boursière / Capitaux propres consolidés tangibles ou *Price / Tangible Book Value* (« P/TBV »).

Le calcul du PER nécessite de retraiter les produits liés aux immeubles de placement (locations et cessions) et de valoriser ces éléments de manière distincte.

Nous avons donc mené cette analyse, ci-après, dans la partie « Somme des Parties » ou SOTP (§ 3.4.6).

Pour déterminer les multiples de P/BV et P/TBV de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés :

- à leur capitalisation boursière 3 mois<sup>74</sup> ;
- aux dernières *Book Value* et *Tangible Book Value* publiées par les sociétés.

Par ailleurs, nous avons tenu compte dans l'appréciation des multiples de la position d'excédent ou de déficit de fonds propres de chacune des sociétés au regard du niveau cible de fonds propres publié par les différentes sociétés.

#### 3.4.3.2. Composition de l'échantillon de comparables boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance de sociétés cotées strictement comparables Locindus, réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation, de zone d'implantation et de répartition des actifs, étant précisé que Locindus est la seule société française cotée spécialisée dans le financement immobilier d'entreprises.

En l'absence de sociétés françaises réellement comparables, nous avons constitué trois panels de comparables, constitués respectivement :

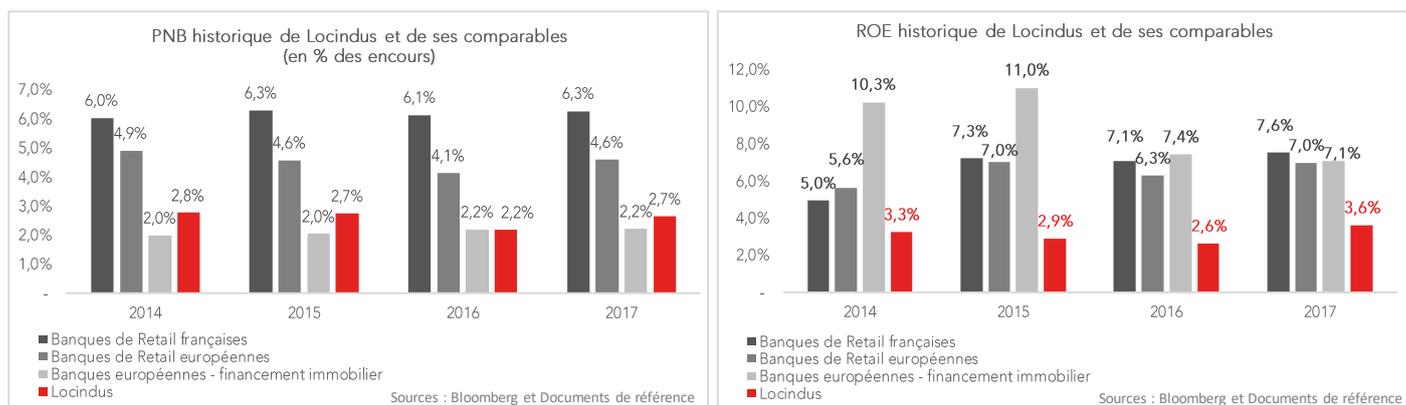
- des banques françaises généralistes ;
- d'acteurs européens de la banque de détail ou *Retail* ;
- de banques européennes spécialisées dans le financement immobilier.

Notre échantillon de comparables boursiers est présenté en **Annexe 7**.

---

<sup>74</sup> Au 10 décembre 2018.

Locindus se positionne comme suit par rapport à ces trois panels, selon les critères de PNB et de rentabilité des capitaux propres ou *Return On Equity* (« ROE ») :



Sur la période 2014-2017, Locindus a dégagé une rentabilité inférieure aux comparables. Ces sociétés, de taille plus importante, ont en effet diversifié leurs activités et disposent d'un maillage géographique leur permettant de dégager une meilleure rentabilité en lien avec la diversification de leurs risques.

Afin d'extérioriser le maximum de valeur, nous avons cependant exclu toute décote qui trouverait en théorie à s'appliquer au regard du différentiel de taille entre Locindus et les sociétés comparables.

### 3.4.3.3. Synthèse de la valeur par les comparables boursiers

La valorisation analogique ressortant des trois panels de comparables boursiers se résume comme suit, étant précisé que s'agissant de Locindus, les capitaux propres tangibles correspondent aux capitaux propres consolidés<sup>75</sup> :

M€	Banques de Retail françaises		Banques de Retail européennes		Banques européennes - financement immobilier	
	P/BV	P/TBV	P/BV	P/TBV	P/BV	P/TBV
Multiple médian*	0,6x	0,8x	0,8x	0,9x	0,6x	0,6x
Agrégat - 31 déc. 2018	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9
<b>Fonds propres avant excédent</b>	<b>23,7</b>	<b>30,1</b>	<b>29,4</b>	<b>34,6</b>	<b>22,8</b>	<b>24,6</b>
Excédent de fonds propres - 31 déc. 2018	219,2	219,2	219,2	219,2	219,2	219,2
<b>Fonds propres</b>	<b>242,9</b>	<b>249,3</b>	<b>248,6</b>	<b>253,8</b>	<b>242,0</b>	<b>243,8</b>
Nombre d'actions (en millions)	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7
<b>Valeur par Action</b>	<b>22,8 €</b>	<b>23,4 €</b>	<b>23,3 €</b>	<b>23,8 €</b>	<b>22,7 €</b>	<b>22,9 €</b>

\* Multiples retraités de l'excédent ou du déficit de fonds propres réglementaires des comparables.

La valeur analogique de l'Action s'inscrit ainsi dans une fourchette comprise :

- entre 22,8 € et 23,4 € par référence à l'échantillon des banques de Retail françaises ;
- entre 23,3 € et 23,8 € par référence à l'échantillon des banques de Retail européennes ;

<sup>75</sup> Le détail des multiples boursiers par nature d'échantillon est reproduit en Annexe 7.

- entre 22,7 € et 22,9 € par référence à l'échantillon des banques européennes spécialisées dans le financement immobilier.

### 3.4.4. Valorisation analogique par les transactions comparables

#### 3.4.4.1. Multiples analysés

Nous avons également valorisé l'Action par référence aux transactions récentes intervenues dans le secteur du financement immobilier européen.

Nous avons employé une méthode similaire à celle développée dans l'évaluation par les multiples boursiers, en privilégiant les multiples implicites médians de P/BV et P/TBV.

Afin d'extérioriser le maximum de valeur, nous n'avons pas retraité les résultats obtenus des primes de contrôle qui trouveraient en théorie à s'appliquer, en fonction du capital visé par ces transactions.

#### 3.4.4.2. Composition de l'échantillon de comparables transactionnels

Nous avons élaboré un échantillon de transactions comparables intervenues sur des acteurs français et/ou européens du financement immobilier (prêts hypothécaires et crédit-bail)<sup>76</sup>. Les sociétés qui détiennent en propre un portefeuille immobilier ayant un impact significatif à leur bilan et/ou à leur résultat ont été exclues, l'activité patrimoniale de Locindus n'étant plus que marginale.

Dans notre analyse, nous avons notamment exclu les transactions visant :

- des banques généralistes non spécialisées dans le financement de l'immobilier :

Transactions - banques généralistes		
Date	Cible	Acquéreur
2017	Crédit Industriel et Commercial	Crédit Industriel et Commercial
2016	Compagnie Financière Martin Maurel S.A.	Rothschild & Co
2015	Banque La Réunion	BPCE International et Outre-Mer
2012	Banque Tarneaud	Crédit du Nord S.A.
2010	Crédit Foncier et Communal d'Alsace et de Lorraine-Banque S.A.	Crédit Mutuel Arkéa
2009	Crédit du Nord S.A.	Société Générale S.A.
2009	Crédit Foncier de France	CE Participations S.A.

- des sociétés spécialisées dans la gestion d'actifs immobiliers :

Transactions - gestion d'actifs immobiliers		
Date	Cible	Acquéreur
2017	Sponda Oyj	Blackstone
2015	Sato Oyj	Fastighets AB Balder
2015	Certeum Oy	Blackstone
2015	DO Deutsche Office AG	Alstria Office REIT
2014	Citycon	Canada Pension Plan
2013	Sponda Oyj	Hartwall Capital

<sup>76</sup> Le détail des multiples transactionnels est reproduit en **Annexe 9**.

Dans notre analyse, nous avons constitué un échantillon différencié, en excluant puis en retenant les transactions internes au groupe BPCE<sup>77</sup>.

### 3.4.4.3. Synthèse de la valeur par les comparables transactionnels

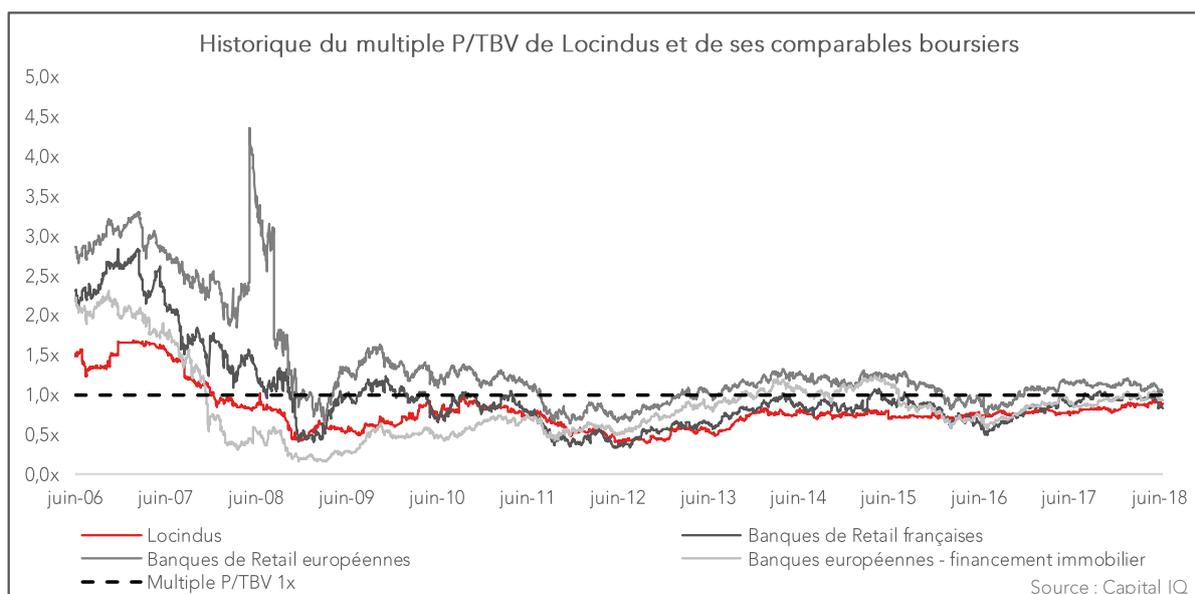
La valeur analogique de l'Action par référence aux multiples transactionnels s'établit entre 23,7 € et 24,8 €.

Multiples transactionnels				
	P/BV	P/TBV	P/BV	P/TBV
Multiple médian (yc transactions internes)	0,9x	0,9x		
Multiple médian (hors transactions internes)			1,1x	1,2x
Agrégat - 31 déc. 2018	38,9	38,9	38,9	38,9
<b>Fonds propres avant excédent</b>	<b>33,9</b>	<b>34,1</b>	<b>44,3</b>	<b>44,9</b>
Excédent de fonds propres - 31 déc. 2018	219,2	219,2	219,2	219,2
<b>Fonds propres</b>	<b>253,2</b>	<b>253,3</b>	<b>263,5</b>	<b>264,1</b>
Nombre d'actions (en millions)	10,7	10,7	10,7	10,7
<b>Valeur par Action</b>	<b>23,7 €</b>	<b>23,7 €</b>	<b>24,7 €</b>	<b>24,8 €</b>

### 3.4.5. Multiples extériorisés depuis l'offre publique initiée par le Crédit Foncier sur Locindus en 2006

Les multiples de *Book Value* et de *Tangible Book Value* ressortant de l'acquisition de la Société initiée par l'Initiateur fin 2006 étaient supérieurs à 1,3x, alors que le multiple observé aujourd'hui sur le marché est inférieur ou égal à 1,0x.

La baisse du multiple de *Book Value* résulte d'une tendance générale du marché depuis la crise financière et les contraintes règlementaires qui ont suivi. Nous présentons, ci-après, l'historique des multiples de *Tangible Book Value* depuis juin 2006 :



<sup>77</sup> Il s'agit des acquisitions, au sein du groupe BPCE, des sociétés Bati Lease et Inter-Coop (filiales du Crédit Coopératif) par Natixis Lease.

Depuis le second semestre 2007, le multiple implicite de Locindus ainsi que celui des banques européennes spécialisées dans le financement immobilier se situe ainsi en-deçà de 1,0x.

Cette tendance s'est généralisée pour les autres banques dès juin 2008.

### 3.4.6. Valorisation SOTP

#### 3.4.6.1. Présentation de la méthode

Nous avons répliqué la méthode mise en œuvre par l'établissement présentateur lors de l'acquisition par le Crédit Foncier de la Société fin 2006.

Cette méthode consiste à agréger la valeur des différentes activités de la Société *i.e.* :

- son activité bancaire via son portefeuille de crédit-bail immobilier et de location longue durée ;
- son activité patrimoniale résiduelle ;
- ses capitaux propres excédentaires.

Nous détaillons, ci-après, les trois principales composantes de la valorisation de la Société.

#### a) Valorisation de l'activité bancaire

L'activité bancaire de la Société a été valorisée en appliquant un multiple de résultat net (« P/E ») ressortant de notre échantillon de transactions comparables, qui est plus élevé que celui issu du panel des comparables boursiers.

Un multiple médian de **12,6x** est ainsi appliqué au résultat net courant de la Société après prise en compte des intérêts associés au financement complémentaire que la Société serait amenée à contracter pour être en mesure de verser l'excédent de fonds propres réglementaires (**Annexe 9**).

#### b) Valorisation de l'activité patrimoniale

Au 31 décembre 2018, la Société restera propriétaire de deux actifs. Nous avons réévalué ces biens conformément aux dernières expertises immobilières après prise en compte de la fiscalité latente.

#### c) Capitaux propres excédentaires

Les fonds réglementaires ont été estimés en fonction des règles prudentielles en vigueur au sein de la Société.

Au 31 décembre 2018, les fonds propres réglementaires ont été estimés à 38,9 M€. L'excédent de fonds propres par rapport à la contrainte prudentielle de fonds propres s'établit ainsi à 219,2 M€ (§ 3.4.1.2).

### 3.4.6.2. Synthèse de la méthode SOTP

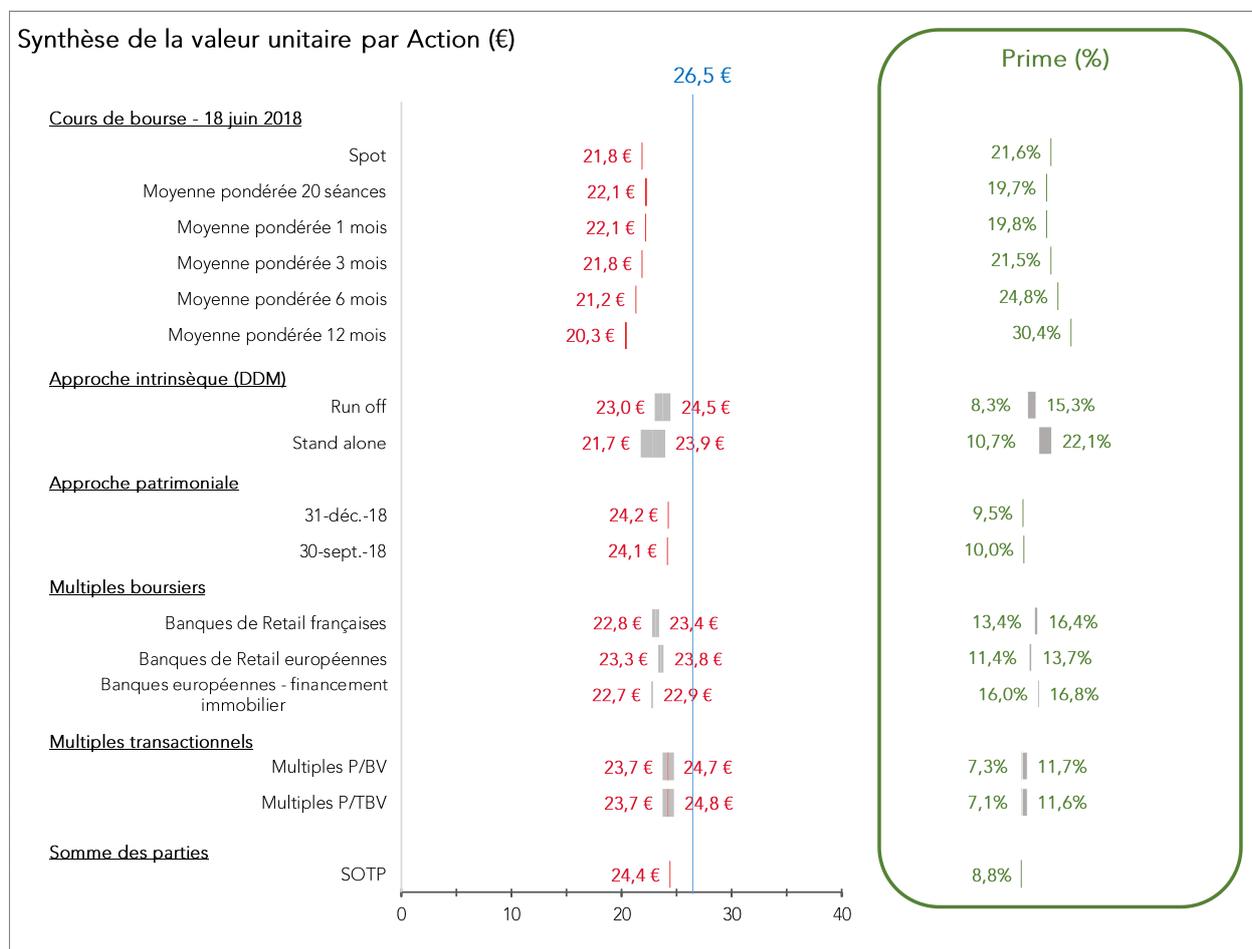
La valeur de l'Action en SOTP ressort à **24,4 €**.

Approche SOTP	
M€	
Multiple P/E transactionnel	12,6x
Résultat net courant*	3,2
<b>Portefeuille de crédit-bail immobilier</b>	<b>39,6</b>
<b>Portefeuille immobilier</b>	<b>1,0</b>
<b>Excédent de fonds propres</b>	<b>219,2</b>
<b>Valeur des Fonds Propres</b>	<b>259,9</b>
Nombre d'actions (en millions)	10,7
<b>Valeur par Action</b>	<b>24,4 €</b>

\* Y compris charges d'intérêts moyennes de l'Emprunt Complémentaire.

### 3.5. Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix d'Offre

Les valeurs résultant de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de 26,5 €, sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus :



À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous notons :

- > que les valorisations patrimoniales (ANC et SOTP) et intrinsèque (DDM) reposent essentiellement sur l'hypothèse d'une distribution à court terme de l'excédent de fonds propres de la Société ; en l'absence de trésorerie disponible, nous avons considéré que la Société serait en mesure de contracter un emprunt d'un montant permettant de faire face à cette distribution ;
- > l'existence d'une prime sur l'ensemble des critères d'évaluation ;
- > que le niveau de prime extériorisé par les valorisations, patrimoniale et intrinsèque, oscille entre 8,3 % et 22,1 %.

## 4. Analyse des éléments de valorisation de l'Action par l'Établissement Présentateur

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par Natixis. Les méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre sont globalement comparables à celles de l'Établissement Présentateur. Il ressort toutefois de la comparaison des travaux de valorisation respectifs principalement les points suivants.

### 4.1. Références boursières

L'Établissement Présentateur a retenu comme date de référence le 21 juin 2018, qui correspond à la dernière date de cotation avant que le cours de l'Action ne soit impacté par l'annonce de l'Offre.

Nous avons privilégié pour notre analyse du cours de bourse la référence au 18 juin 2018, qui correspond à la publication d'un communiqué de l'intersyndicale du Crédit Foncier annonçant son possible démantèlement et emportant donc des conséquences pour Locindus. À titre d'information, nous avons également procédé à l'analyse du cours de bourse au 22 juin 2018, dernière séance avant la suspension de cours et l'annonce de l'Offre.

Nos analyses du cours de l'Action, par référence au 18 juin 2018, sont très proches de celles réalisées par l'Établissement Présentateur.

### 4.2. Valorisation intrinsèque en DDM

L'examen comparé de l'application de la méthode DDM met en exergue principalement les différences suivantes :

- L'Établissement Présentateur n'a pas retenu le scénario *stand alone* étant donné que ce scénario hypothétique n'a été que présenté au Conseil d'Administration, qui en définitive a approuvé le scénario *run off*.
- Nos flux sont constitués de la distribution d'excédent de fonds propres dès la première année qui est financée par emprunt. Dans le scénario *run off*, au même titre que l'Établissement Présentateur, nous avons retenu la période 2019-2022 de prévisions de la Direction ; les hypothèses d'extrapolation respectives au-delà de cette période n'entraînent pas de différences significatives, étant donné que l'essentiel des flux est versé en première année.
- En ce qui concerne la construction des flux de trésorerie disponibles, la seule différence notable avec l'Établissement Présentateur est la prise en compte, dans notre modélisation, de la transformation des immobilisations en cours actuellement en portefeuille.
- En ce qui concerne les paramètres financiers, la principale différence avec l'Établissement Présentateur porte sur l'analyse de sensibilité du taux d'actualisation que nous avons fait varier entre un taux estimé à partir d'un beta sectoriel et un taux estimé à partir du beta du secteur bancaire.

### 4.3. Valorisation patrimoniale par l'ANC

Nous avons présenté les primes extériorisées par le Prix d'Offre sur l'ANC publié au 30 septembre 2018 et l'ANC estimé au 31 décembre 2018. L'Établissement Présentateur a élargi son analyse à l'ANC au 31 décembre 2017<sup>78</sup> et l'ANC au 30 juin 2018.

### 4.4. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Les multiples boursiers retenus par l'Établissement Présentateur sont des multiples de *Book Value*, de *Tangible Book Value* et de résultat net.

Pour la mise en œuvre de l'approche analogique, nous avons privilégié les multiples de *Book value* et de *Tangible Book Value* qui nous semblent être les plus appropriés pour valoriser Locindus.

Par rapport à celui de Natixis, notre échantillon, qui porte sur un panel de banques de *Retail* européennes plus large, intègre également des banques européennes spécialisées dans le financement immobilier.

Les différences relevées au niveau des multiples et des agrégats prévisionnels, auxquels les multiples médian<sup>79</sup> et moyen<sup>80</sup> sont appliqués, n'ont pas d'incidence significative sur les valorisations analogiques respectives.

À titre d'information, nous notons que l'Établissement Présentateur a également mobilisé des multiples avant retraitement des positions d'excédent ou de déficits de fonds propres réglementaires des comparables<sup>81</sup>. Au regard du montant significatif d'excédent de fonds propres réglementaires de la Société, cette approche nous semble moins appropriée et nous ne l'avons donc finalement pas retenue.

### 4.5. Valorisation analogique par les transactions comparables

Nous n'avons pas relevé de différence significative de traitement avec l'Établissement Présentateur quant à l'application de cette méthode.

### 4.6. Valorisation SOTP

Nous avons répliqué cette méthode mise en œuvre par l'établissement présentateur lors de l'acquisition par le Crédit Foncier de la Société fin 2006 ; elle n'a pas été reprise dans le cadre de l'Offre par l'Établissement Présentateur.

---

<sup>78</sup> Ajusté ou non du dividende payé en 2018.

<sup>79</sup> Pour Ledouble.

<sup>80</sup> Pour Natixis.

<sup>81</sup> Approche « avant normalisation ».

## 4.7. Synthèse de la valorisation de l'Action

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est exposée ci-après :

Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre									
	Section	€ / Action		Prime		€ / Action		Prime	
		Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
<b>Prix d'Offre</b>		<b>26,5 €</b>				<b>26,5 €</b>			
<b>Cours</b>		<b>au 18 juin 2018</b>				<b>au 21 juin 2018</b>			
Spot	§ 3.3	21,8 €		21,6%		22,1 €		19,9%	
Moyenne pondérée 20 séances	§ 3.3	22,1 €		19,7%		n.c.		n.c.	
Moyenne pondérée 1 mois	§ 3.3	22,1 €		19,8%		22,0 €		20,4%	
Moyenne pondérée 3 mois	§ 3.3	21,8 €		21,5%		21,8 €		21,3%	
Moyenne pondérée 6 mois	§ 3.3	21,2 €		24,8%		21,2 €		25,0%	
Moyenne pondérée 12 mois	§ 3.3	20,3 €		30,4%		20,5 €		29,6%	
Plus haut 12 mois	§ 3.3	22,7 €		16,7%		22,7 €		16,7%	
Plus bas 12 mois	§ 3.3	18,4 €		44,3%		18,4 €		44,3%	
<b>DDM</b>									
<i>Run off</i>	§ 3.4.1.2	23,0 €	24,5 €	8,3%	15,3%	23,1 €		14,5%	
<i>Stand alone</i>	§ 3.4.1.3	21,7 €	23,9 €	10,7%	22,1%	n.c.		n.c.	
<b>ANC</b>									
ANC décembre 2017	§ 2.3.2	24,4 €		8,6%		24,4 €		8,6%	
ANC déc. 17 ajusté du div. payé en 2018		n.c.		n.c.		23,5 €		12,7%	
ANC juin 2018	§ 2.3.2	24,0 €		10,6%		24,0 €		10,6%	
ANC septembre 2018	§ 2.3.2	24,1 €		10,0%		24,1 €		10,0%	
ANC décembre 2018	§ 3.4.2	24,2 €		9,5%		24,2 €		9,5%	
<b>Multiples boursiers</b>									
Banques de <i>Retail</i> françaises	§ 3.4.3	22,8 €	23,4 €	13,4%	16,4%	22,1 €	23,0 €	15,3%	20,1%
Banques de <i>Retail</i> européennes	§ 3.4.3	23,3 €	23,8 €	11,4%	13,7%	22,2 €	23,4 €	13,3%	19,6%
Banques européennes - financement immobilier	§ 3.4.3	22,7 €	22,9 €	16,0%	16,8%	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Banques de <i>Retail</i> françaises avant "normalisation"		n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	13,0 €	17,0 €	55,9%	103,1%
Banques de <i>Retail</i> européennes avant "normalisation"		n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	16,2 €	18,9 €	40,1%	63,9%
<b>Multiples transactionnels</b>									
<i>P/BV</i>	§ 3.4.4	23,7 €	24,7 €	7,3%	11,7%	22,7 €		16,7%	
<i>P/TBV</i>	§ 3.4.4	23,7 €	24,8 €	7,1%	11,6%	23,9 €		10,8%	
<b>Sommes de parties</b>									
SOTP	§ 3.4.6	24,4 €		8,8%		n.c.		n.c.	

## 5. Analyse des accords connexes à l'Offre

### 5.1. Avenant à la Convention Réglementée

Dans le cadre de l'Opération, l'Initiateur a informé le marché de sa décision stratégique d'arrêter l'activité de la Société avec sa mise en extinction à partir du 1<sup>er</sup> avril 2019. Dans ce contexte, il est prévu d'adapter la Convention Réglementée portant sur la réalisation par l'Initiateur de prestations de services au bénéfice de Locindus, au nouveau périmètre d'activité de la Société, en supprimant les prestations suivantes :

- le développement commercial ;
- l'assistance juridique et technique pour la mise en place d'opérations financières.

La suppression de ces prestations conduirait à une révision à la baisse du taux de rémunération en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2018 dans le cadre de la Convention Réglementée.

Le taux de rémunération devrait ainsi être ramené de 0,58 % des encours à 0,50 % dès le 1<sup>er</sup> avril 2019, puis à 0,40 % à partir du 1<sup>er</sup> octobre 2019.

Les nouveaux taux de rémunération ont été estimés par la Direction et revus par un expert-comptable qui conclut que « les nouveaux taux de rémunération calculés au titre de la gestion courante s'élevant à 0,50 % à compter du 1<sup>er</sup> avril 2019 puis 0,40 % à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2019, en remplacement du précédent de 0,58 %, sont conformes aux éléments de gestion qui [lui] ont été fournis suivant le nouveau périmètre défini ».

Dans son rapport, l'expert-comptable présente la démarche d'analyse retenue par le Crédit Foncier et ayant fait l'objet de sa revue, à savoir une « *simulation des coûts refacturables à Locindus en tenant compte des évolutions connues des sources de coûts [...] faite sur la base des données chiffrées de 2016, issues de la comptabilité analytique [...]* ».

Dans le cadre de nos travaux, nous nous sommes assuré que les Plans d'Affaires prenaient en compte le taux de rémunération adapté aux deux scénarios :

- dans le premier scénario *run off*, nous avons retenu le nouveau taux de rémunération de 0,40 % ;
- dans le second scénario *stand alone*, nous avons maintenu les conditions historiquement appliquées.

Nous rappelons que la modification des conditions de rémunération issues de la Convention Réglementée résulte d'une décision managériale<sup>82</sup>.

Ces nouvelles dispositions, intégrées dans l' « *avenant au contrat de gestion conclu entre le Crédit Foncier et Locindus en date du 21 décembre 2017* », ont été approuvés, dans le cadre du processus d'autorisation des conventions réglementées, par les conseils d'administration du Crédit Foncier et de la Société.

---

<sup>82</sup> Visant à réduire le taux de facturation, dans la mesure où il est destiné à refléter les charges engagées pour la gestion de l'activité en *run off*.

En définitive, la Convention Réglementée n'a pas d'incidence sur notre appréciation de l'équité du Prix d'Offre dans la mesure où :

- cette convention réglementée conclue entre la Cible et l'Initiateur était en vigueur préalablement à l'Offre ;
- ses nouvelles conditions financières par voie d'avenant, examinées par un expert-comptable, ont été intégrées dans les Plans d'Affaires.

## 5.2. Engagements d'apport de la part d'actionnaires minoritaires

Nous avons pris connaissance des engagements pris par des actionnaires en date du 18 décembre 2018 d'apporter à l'Offre l'intégralité de leur participation au prix qui sera celui de l'Offre à la date de conformité, pour autant que celui-ci ne soit pas inférieur à « vingt-six euros et cinquante centimes (26,5 €) par action (coupon 2018 attaché) ».

Ces engagements d'apport portent sur un total de 1.511.493 actions, soit 14,2 % du capital de la Société.

Engagements d'apport				
	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote
CIAM	403 670	3,8%	403 670	3,8%
Financière de l'Échiquier	353 000	3,3%	353 000	3,3%
Sycomore Asset Management	754 823	7,1%	754 823	7,1%
<b>Total</b>	<b>1 511 493</b>	<b>14,2%</b>	<b>1 511 493</b>	<b>14,2%</b>

En définitive, les engagements d'apport souscrits par les trois actionnaires mentionnés ci-dessus n'appellent pas d'observation de notre part, dès lors qu'ils s'entendent à un prix en ligne avec le Prix d'Offre proposé aux autres actionnaires.

## 6. Conclusion

À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action :

- nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 26,5 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Locindus apportant leurs titres à l'offre publique de retrait, dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire au Prix d'Offre ;
- nous n'avons pas relevé dans les accords connexes de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des actionnaires de Locindus apportant leurs titres à l'offre publique de retrait, dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire au Prix d'Offre.

Paris, le 19 décembre 2018

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT

Sébastien SANCHO

## ANNEXES

- Programme de travail et rémunération de Ledouble Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 5
- Liste des expertises financières récentes réalisées par Ledouble Annexe 6
- Présentation des comparables boursiers Annexe 7
- Sociétés composant le Beta sectoriel Annexe 8
- Transactions comparables Annexe 9

## ANNEXE 1 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

- **Travaux préliminaires et prise de connaissance**
  - Revue de presse
  - Analyse des communiqués de presse
  - Recherches documentaires
  - Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
  - Étude de marché et du positionnement de Locindus
  - Examen de l'évolution historique de la cotation des actions Locindus
  - Analyse des accords connexes à l'Offre
  - Entretiens avec les administrateurs indépendants du Comité ad hoc
- **Travaux de valorisation**
  - Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants de la Société au cours des derniers exercices
  - Revue du portefeuille de la Société et analyse des calculs de juste valeur
  - Estimation de l'ANR sur la base du dernier état du portefeuille de la Société
  - Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
  - Exploitation des réponses aux requêtes documentaires
  - Analyse détaillée du Plan d'Affaires *run off* et du Plan d'Affaires *stand alone* et modélisation DDM
  - Constitution d'un panel de sociétés comparables et recherche de transactions comparables
  - Évaluation multicritère de l'Action
- **Élaboration du Rapport**
  - Administration et supervision de la Mission
  - Réunions et entretiens téléphoniques
  - Rencontre avec les représentants de CIAM
  - Rédaction du Rapport présenté au Comité ad hoc et au Conseil d'Administration du 19 décembre 2018
  - Soumission d'une lettre d'affirmation à la Direction et à l'Initiateur
- **Rémunération**
  - Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 80.000 € hors taxes.

## ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

- > **Jusqu'au 21 novembre 2018**
  - Réunions avec la Direction et le conseil juridique
  - Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société et à l'Initiateur
  - Examen du *corpus* juridique de l'Opération
  - Requêtes documentaires
  - Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'Administration
- > **Du 22 novembre au 9 décembre 2018**
  - Requêtes documentaires complémentaires
  - Travaux d'évaluation multicritère
  - Contacts avec la Direction, le conseil juridique et l'Établissement Présentateur
- > **Du 10 au 16 décembre 2018**
  - Rédaction du projet de Rapport
  - Contacts avec le Comité ad hoc, la Direction, le conseil juridique et l'Établissement Présentateur
  - Rencontre avec les représentants de CIAM
  - Analyse des travaux de l'Établissement Présentateur
  - Rencontre avec l'Initiateur
  - Communication du projet de note d'information de l'Initiateur
  - Communication du projet de note en réponse de la Société
  - Échanges sur le projet de Rapport avec le Comité ad hoc
- > **Du 17 au 19 décembre 2018**
  - Finalisation des travaux d'évaluation
  - Communication de la note d'information de l'Initiateur
  - Communication de la note d'information en réponse de la Société
  - Contacts avec le Comité ad hoc, la Direction, le conseil juridique et l'Établissement Présentateur
  - Présentation du Rapport au Conseil d'Administration

## ANNEXE 3 : LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES ET/OU CONTACTÉES PAR LEDOUBLE

### > Société - Locindus

- Philippe Dupin Directeur Général
- Marion Dewagenaere Administratrice indépendante
- Valérie Gillio Administratrice indépendante
- François Thomazeau Censeur

### > Initiateur - Crédit Foncier

- Corinne Decaux Directeur exécutif juridique
- Benoit Catel Directeur Général
- Eric Filliat Directeur Général Adjoint

### > Établissement Présentateur - Natixis

- Georges Chabenne *Managing Director*
- Barthélémy de Segonzac Analyste
- Françoise Negroni *Managing Director*

### > Conseil juridique - Darrois Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I.

- Christophe Vinsonneau Associé
- Cécile de Narp Avocate

### > Actionnaire - CIAM

- Catherine Berjal CEO & CIO
- Vincent Valldecabres *Head of Investment Research*

## ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

### > Documentation relative à l'Opération

#### Documentation juridique

- Procès-verbal du Conseil d'Administration du 21 novembre 2018<sup>83</sup>
- Présentation de l'Opération
- Avis des Instances Représentatives du Personnel de l'Initiateur
- Projet de note d'information de l'Initiateur relative au projet d'offre publique de retrait visant les actions de la société Locindus
- Projet de note d'information établie par la Société en réponse au projet d'offre publique de retrait visant les actions de la société Locindus

#### Informations financières

- Communiqués de presse du Crédit Foncier
- Travaux d'évaluation de l'Établissement Présentateur

#### Accords connexes

- Avenant au contrat de gestion conclu entre le Crédit Foncier et Locindus en date du 21 décembre 2017
- Engagements d'apport à l'Offre de CIAM, Financière de l'Échiquier et Sycomore Asset Management en date du 18 décembre 2018

### > Documentation juridique de Locindus

- Statuts
- Registre des actionnaires
- État des privilèges et des nantissements
- État des contentieux
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2015 à 2018)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2015 à 2018)
- Contrat de gestion entre le Crédit Foncier et Locindus (21 décembre 2017)

### > Documentation comptable et financière

- Rapports financiers annuels (2008 à 2017)
- Rapports financiers semestriels (2017 à 2018)
- Communiqués sur les comptes, les résultats et le chiffre d'affaires (2013 à 2018)
- Communiqués au titre de l'obligation d'information permanente (2013 à 2018)
- Cadrage des budgets et des réalisations

---

<sup>83</sup> Désignation de l'expert indépendant et nomination du Comité ad hoc.

## ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (SUITE)

- **Documentation comptable et financière (suite)**
  - Bilan consolidé détaillé au 30 septembre 2018
  - Plan d'Affaires *run off* et Plan d'Affaires *stand Alone*
  - Documentation associée aux Plans d'Affaires
  - Rapport d'examen limité des commissaires aux comptes au 30 septembre 2018
  - Notes d'information relatives à l'offre publique initiée par le Crédit Foncier sur Locindus en 2006
  
- **Travaux réalisés par des tiers**
  - Expertises immobilières en date de juin 2016
  - Expertises immobilières en date de novembre et décembre 2018
  - Rapport d'expertise relatif à l'avenant au contrat de gestion conclu entre le Crédit Foncier et Locindus en date du 21 décembre 2017
  
- **Autres sources documentaires**
  - Notes de marché<sup>84</sup>
  - Notes de *brokers* opérant dans le secteur de l'investissement de l'immobilier d'entreprise
  - Courriers d'actionnaires
  
- **Bases de données**
  - *Bloomberg*
  - *Mergermarket*
  - S&P Capital IQ
  - *Xerfi 7000*
  
- **Sites d'information**
  - Locindus
  - Crédit Foncier
  - AMF
  - Banque de France
  - Comparables boursiers

---

<sup>84</sup> Citées dans le Rapport.

## ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyse financière indépendante effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2013 à 2018) figurent en **Annexe 6**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Les membres de l'équipe Ledouble conduisent régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation :

- **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - Expert auprès de la Cour d'appel de Paris
  - MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
  - Membre de l'APEI et de la SFEV
  - Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
  - Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
  
- **Sébastien SANCHO, Associé**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - Master 225 « Finance d'entreprise et ingénierie financière », Université Paris IX – Dauphine, MSTCF Paris IX – Dauphine ; certifié « Islamic Qualification »
  - Membre de l'APEI et de la SFEV
  - Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
  
- **Edouard HAYOT, Responsable de mission confirmé**
  - Neoma Business School – Master Grande Ecole, spécialisé en Finance d'Entreprise
  - Membre de la SFEV
  
- **Hélène FABRE, Analyste**
  - Master 104 « *Research in Finance* », Université Paris IX – Dauphine

## ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (SUITE)

### > Olivier CRETTE, Associé

Olivier Cretté n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF n°[2006-08](#)

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

## ANNEXE 6 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE (DEPUIS 2013)

Année	Société	Etablissement présentateur
2018	Baccarat	Société Générale
2018	Aufeminin (2)	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	**
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

\* : Augmentation de capital réservée - article 261-2 ou 261-3 du règlement général de l'AMF.

\*\* : Transfert de siège au Royaume-Uni.

## ANNEXE 7 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSINIERS

	Société	Pays	Capitalisation boursière (Md€) *	P/BV**	P/TBV**
Banques de Retail françaises	BNP Paribas	France	60,8	0,6 x	0,7 x
	Crédit Agricole	France	33,7	0,6 x	0,8 x
	Natixis	France	16,9	0,9 x	1,1 x
	Société Générale	France	27,8	0,5 x	0,5 x
	<b>Médiane</b>			<b>0,6x</b>	<b>0,8x</b>
<b>Moyenne</b>			<b>0,6x</b>	<b>0,8x</b>	
Banques de Retail européennes	Deutsche Bank	Allemagne	19,2	0,2 x	0,3 x
	KBC Group	Belgique	26,0	1,5 x	1,6 x
	Banco Santander	Espagne	68,3	0,7 x	1,0 x
	Banco de Sabadell	Espagne	10,1	0,8 x	1,0 x
	Bankia	Espagne	9,5	0,7 x	0,7 x
	Caixabank	Espagne	22,1	0,9 x	1,1 x
	BBVA	Espagne	34,1	0,7 x	0,9 x
	BNP Paribas	France	60,8	0,6 x	0,7 x
	Crédit Agricole	France	33,7	0,6 x	0,8 x
	Natixis	France	16,9	0,9 x	1,1 x
	Société Générale	France	27,8	0,5 x	0,5 x
	Nordea Bank	Finlande	33,5	1,0 x	1,2 x
	Intesa Sanpaolo	Italie	35,1	0,7 x	0,8 x
	Unicredit	Italie	26,8	0,5 x	0,5 x
	UBI Banca	Italie	3,5	0,2 x	0,3 x
	ABN Amro Group	Pays-Bas	18,3	0,9 x	0,9 x
	ING Groep	Pays-Bas	42,6	0,9 x	0,9 x
	Barclays	Royaume-Uni	28,9	0,5 x	0,5 x
	HSBC Holding	Royaume-Uni	171,4	0,9 x	1,1 x
	Lloyds Banking Group	Royaume-Uni	44,8	0,9 x	1,1 x
	Royal Bank of Scotland Group	Royaume-Uni	28,6	0,5 x	0,6 x
	Standard Chartered	Royaume-Uni	25,3	0,4 x	0,5 x
	Svenska Handelsbanken	Suède	200,8	1,4 x	1,5 x
	Swedbank	Suède	229,0	1,8 x	2,1 x
	Crédit Suisse Group	Suisse	33,5	0,8 x	0,9 x
UBS Group	Suisse	53,0	1,0 x	1,2 x	
<b>Médiane</b>			<b>0,8x</b>	<b>0,9x</b>	
<b>Moyenne</b>			<b>0,8x</b>	<b>0,9x</b>	
Banques européennes - financement immobilier	Aareal Bank	Allemagne	2,0	0,6 x	0,6 x
	Deutsche Pfandbriefbank	Allemagne	1,8	0,4 x	0,4 x
	Paragon Banking Group	Royaume-Uni	1,1	1,0 x	1,2 x
	<b>Médiane</b>			<b>0,6x</b>	<b>0,6x</b>
<b>Moyenne</b>			<b>0,7x</b>	<b>0,8x</b>	

\*Capitalisation boursière moyenne trois mois.

\*\* Multiples retraités de la position d'excédent ou de déficit de fonds propres réglementaires.

Source : Bloomberg, informations publiques

## ANNEXE 8 : SOCIÉTÉS COMPOSANT LE BETA SECTORIEL

### Composition de l'Indice SIIC et Foncière Euris

ACANTHE DEVELOPPEMENT SA	GECINA SA
AFFINE RE SA	ICADE
ALTAREA	IMMOBILIERE DASSAULT SA
ARGAN	KLEPIERRE
BLEECKER	M.R.M.
CARMILA	MERCIALYS
CEGEREAL	OFFICIIS PROPERTIES SA
COVIVIO	PAREF
COVIVIO HOTELS SACA	PATRIMOINE ET COMMERCE-REGR
FONCIERE ATLAND	SCBSM
FONCIERE EURIS	SELECTIRENTE
FONCIERE INEA	STE DE LA TOUR EIFFEL
FONCIERE LYONNAISE	TERREIS
FONCIERE PARIS NORD	UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD
FREY	

### Hôtels & restaurants

ACCOR SA	BERNARD LOISEAU SA
SODEXO SA	LES HOTELS DE PARIS
ELIOR GROUP	HOTAL MAJESTIC SOCIETE IMMO
PIERRE & VACANCES	SPEED RABBIT PIZZA SA
UN TOIT POUR TOI	HOTELIM
VOYAGEURS DU MONDE	HOTELIERE & IMMOBILIERE NICE
GROUPE FLO	LES HOTELS BAVEREZ

### Grande distribution

CARREFOUR SA	MR BRICOLAGE
CASINO GUICHARD PERRACHON	BOURRELIER GROUP
FNAC DARTY SA	SAMSE SA
MAISONS DU MONDE SA	GROUPE CARNIVOR

## ANNEXE 9 : TRANSACTIONS COMPARABLES

Multiples transactionnels					
Date	Acquéreur	Cible	P/BV	P/TBV	P/E
nov.-17	PKA A/S; PFA Pension Forsikringsaktieselskab	Nykredit A/S	1,0x	1,0x	12,9x
nov.-16	Together (founders)	Together	1,5x	1,5x	12,3x
nov.-16	PKO Leasing S.A.	Raiffeisen-Leasing Polska	1,3x	1,3x	n.d.
oct.-15	Paragon Banking Group PLC	Five Arrows Leasing	2,7x	3,1x	11,5x
févr.-15	Aareal Bank AG	Westdeutsche ImmobilienBank AG	0,8x	0,8x	16,2x
déc.-13	Aareal Bank AG	CorealCredit Bank AG	0,5x	0,5x	n.a.
<b>Médiane</b>			<b>1,1x</b>	<b>1,2x</b>	<b>12,6x</b>
<b>Moyenne</b>			<b>1,3x</b>	<b>1,4x</b>	<b>13,2x</b>
oct.-17	Natixis Lease	Bati Lease SA	0,7x	0,7x	14,8x
oct.-17	Natixis Lease	Inter-Coop	0,5x	0,5x	10,0x
<b>Médiane (yc transactions Natixis Lease)</b>			<b>0,9x</b>	<b>0,9x</b>	<b>12,6x</b>
<b>Moyenne (yc transactions Natixis Lease)</b>			<b>0,9x</b>	<b>0,9x</b>	<b>12,6x</b>