

Attestation d'équité: Fortimo Group SA

2 avril 2013

Louis Siegrist

Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 2131

M +41 58 289 2131

F +41 58 286 3004

E louis.siegrist@ch.ey.com

André Mathis

Senior Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 4549

M +41 58 289 4549

F +41 58 286 3004

E andre.mathis@ch.ey.com

Abréviations

ACN	actif circulant net
BAKBasel	BAK Basel Economics SA
Capex	dépenses d'investissement (anglais : capital expenditures)
CAGR	taux de croissance annuel composé (anglais : compound annual growth rate)
CAPM	modèle d'évaluation des actifs financiers (anglais : capital asset pricing model)
CMPV	coût moyen ponderé par volume
CHF	franc suisse
CHF 000	milliers de francs suisses
DCF	discounted cash-flow
DécXXA	chiffres actuels à décembre 20xx
EBT	bénéfice avant impôts (anglais : earnings before taxes)
EY	Ernst & Young SA
FCF	flux de trésorerie disponible (anglais : free cash flow)
Fortimo	Fortimo Group SA consolidé (filiales comprises)
Forty	Forty Plus SA
FY	Exercice financier (anglais : fiscal year)
mio.	millions
NAV	valeur intrinsèque / valeur nette des actifs (anglais: net asset value)
PMPV	prix moyen ponderé par volume
POCM	méthode du pourcentage d'avancement (anglais : percentage of completion method)
SA	société anonyme
WACC	coût moyen ponderé du capital (anglais : weighted average cost of capital)
p. ex.	par exemple

Sommaire

Introduction

1. Situation initiale	2
2. Mandat et principes d'exécution	3

Description de l'entreprise et analyse de marché

3. Description de l'entreprise	6
4. Analyse de marché	8

Bases d'évaluation

5. Bases d'évaluation	11
6. Méthodes et procédures d'évaluation	13

Estimations de valeur

7. Analyse du prix de l'action et analyse de liquidité.....	17
8. Méthode du discounted cash-flow	19
9. Valeur intrinsèque : valeur du portefeuille de projets.....	25
10. Méthode des Trading Multiples.....	27

Evaluation globale / attestation d'équité

11. Evaluation globale / attestation d'équité.....	29
--	----

Annexe

12. Annexe A – Description des méthodes d'évaluation utilisées	32
13. Annexe B – Déduction des paramètres pour le calcul des coûts du capital.....	33
14. Annexe C – Echantillon d'entreprises comparables.....	34

Introduction

1. Situation initiale
2. Mandat et principes d'exécution

Situation initiale

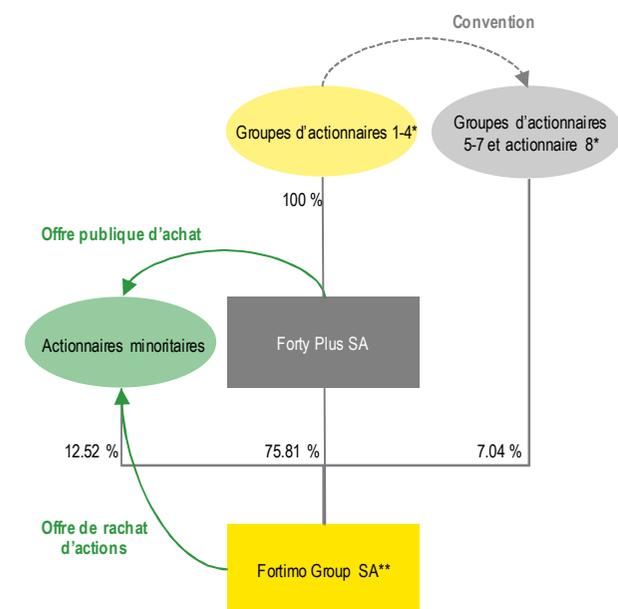
Logo de l'entreprise

Source: Fortimo



Aperçu des transactions

Source: Fortimo



* Selon la définition du prospectus d'émission du 15 avril 2013

** Fortimo Group SA détient elle-même 4.63% d'actions propres.

Offre publique d'achat concernant les actions en circulation de Fortimo Group SA

- ▶ Fortimo Group SA (« Fortimo »), sise à Saint-Gall, est une société intégrale de développement immobilier dans le secteur résidentiel en Suisse alémanique.
- ▶ Les actions de Fortimo sont cotées à la bourse bernoise (BX Berne eXchange) depuis le 29 avril 2010 (ticker : FOGN). Au 20 mars 2013, il existait 1.54 millions actions nominatives cotées d'une valeur nominale de CHF 1.0 par action.
- ▶ Les membres du conseil d'administration et actionnaires principaux Remo Bienz, Philipp Bienz, Markus Schultz et Christoph Michel, qui détiennent, directement ou indirectement au 20 mars 2013, avec les personnes agissant de concert avec eux, 87.48 % des actions de Fortimo planifient d'acquérir le contrôle intégral de l'entreprise et de retirer les actions de Fortimo de la cotation à la bourse bernoise.
- ▶ Dans le cadre de l'opération going private planifiée, les actionnaires des groupes d'actionnaires 1-4 présentent, par le biais de la société Forty Plus SA (ci-après « Forty ») créée à cette fin, une offre publique d'achat concernant toutes les actions en circulation de Fortimo (ci-après « l'offre d'achat »). Le prix de l'offre est de CHF [136] en espèces par action (sous déduction du produit brut résultant d'éventuels effets de dilution jusqu'à l'exécution de l'offre). Les groupes d'actionnaires correspondent à la définition du prospectus d'émission du 15 avril 2013.
- ▶ Simultanément à l'offre d'achat, Fortimo lance une offre de rachat d'actions. Le prix proposé pour le rachat correspond au prix de l'offre d'achat. Les actionnaires publics de Fortimo peuvent librement choisir de proposer leurs actions dans le cadre de l'offre de rachat ou de l'offre d'achat.
- ▶ Le 8 avril 2013, les actionnaires principaux ont conclu avec les autres personnes des groupes d'actionnaires 1-7 ainsi que de l'actionnaire 8 (ci-après « parties liées ») une convention d'actionnaires, en vertu de laquelle les parties liées soutiennent l'opération going private planifiée ainsi que l'offre d'achat. Les parties liées s'engagent en outre à ne proposer leurs actions ni dans le cadre de l'offre d'achat ni dans le cadre de l'offre de rachat et à ne pas non plus négocier les actions de Fortimo avec des tiers. Les groupes d'actionnaires 1-7 ainsi que l'actionnaire 8 correspondent à la définition du prospectus d'émission du 15 avril 2013.

Compte tenu de ces éléments, l'offre porte sur 192 690 (12.52 %) des actions en circulation de Fortimo, déduction faite des actions détenues par les actionnaires principaux et les autres personnes agissant de concert avec eux (y compris les actions détenues directement par Fortimo).

Mandat et principes d'exécution

Etablissement d'une attestation d'équité concernant le prix de l'offre

- ▶ Le conseil d'administration de Fortimo (ci-après « conseil d'administration ») a chargé Ernst & Young SA Suisse (ci-après « Ernst & Young », « EY » ou « nous ») d'établir une attestation d'équité ayant pour but d'évaluer l'adéquation financière de l'offre d'achat.
- ▶ L'attestation d'équité est un avis neutre qui doit garantir aux membres du conseil d'administration ainsi qu'aux actionnaires publics de Fortimo que le prix d'acquisition proposé par action est équitable et approprié d'un point de vue financier.
- ▶ L'attestation d'équité ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'achat et ne comporte aucune estimation des répercussions entraînées par une acceptation ou un refus de l'offre d'achat, ni aucune déclaration concernant la valeur future d'une action de Fortimo et du prix auquel les actions de Fortimo non livrées pourront se négocier à l'avenir.
- ▶ Etant donné que notre évaluation repose essentiellement sur des informations de l'entreprise considérée, notre responsabilité se limite à l'analyse et à l'évaluation diligente et professionnelle des informations mises à notre disposition. Par ailleurs, il nous a été confirmé par Fortimo que cette dernière n'a connaissance d'aucun fait ou circonstance selon lesquels les informations mises à disposition seraient trompeuses, inexactes ou incomplètes.
- ▶ La présente attestation d'équité a été achevée le 2 avril 2013 et tient compte des événements et circonstances jusqu'à cette date.
- ▶ L'attestation d'équité peut être rendue publique.

Mandat et principes d'exécution

Procédure d'évaluation

- ▶ Ernst & Young a mené de propres réflexions sur l'évaluation financière de l'offre d'achat concernant les actions de Fortimo. Cette attestation d'équité comporte pour l'essentiel les étapes de travail suivantes :
 - demande d'informations pertinentes ;
 - analyse des informations obtenues de Fortimo ;
 - réalisation d'entretiens avec des responsables (conseil d'administration et direction de Fortimo) ;
 - réflexions sur l'évaluation de Fortimo à l'aide de méthodes d'évaluation appropriées et
 - évaluation de l'offre par un comité d'Ernst & Young chargé de l'attestation d'équité.
- ▶ La date d'évaluation est le 20 mars 2013.

Nous avons réalisé la présente attestation d'équité dans l'optique de l'ensemble des actionnaires publics. Cette analyse ne tient pas compte des aspects fiscaux et autres propres à la situation individuelle des actionnaires en cas d'acceptation de l'offre d'achat de leur part. Une telle prise en compte n'aurait pas été possible au vu de la diversité des conditions dans lesquelles se trouvent les différents actionnaires.

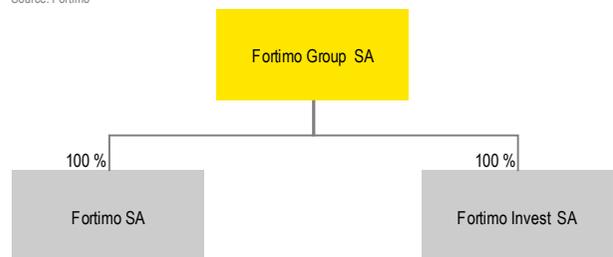
Description de l'entreprise et analyse de marché

3. Description de l'entreprise
4. Analyse de marché

Description de l'entreprise

Structure d'entreprise du groupe Fortimo

Source: Fortimo



Aperçu

- ▶ Fortimo Group SA a été fondée en 2007 et complétée en 2008 de diverses sociétés par le biais de fusions. L'entreprise occupait au 31 décembre 2012 environ 34 collaborateurs (33.5 emplois à plein temps).
- ▶ L'activité opérationnelle du groupe Fortimo est répartie sur deux filiales, qui sont détenues à 100 % par Fortimo Group SA, à savoir :
 - Fortimo SA, qui engage les collaborateurs et facture les prestations de service fournies ; et
 - Fortimo Invest SA, qui détient les immeubles en développement et les immeubles en commercialisation.

Modèle commercial

- ▶ En tant que société intégrale de développement immobilier, Fortimo a pour modèle commercial le développement d'immeubles essentiellement résidentiels en Suisse alémanique.
- ▶ Ces objets sont vendus par Fortimo sous forme de propriétés par étage, de logements locatifs (immeubles de rapport) ou de terrains à bâtir équipés.
- ▶ La chaîne de création de valeur consiste pour l'essentiel dans le développement (acquisition, développement de projet), la réalisation (planification de projet, direction des travaux) et la commercialisation (vente, première location) d'immeubles résidentiels.
- ▶ Fortimo agit en tant qu'investisseur et développeur et acquiert pour son propre compte des parcelles à bâtir et des immeubles à démolir.
- ▶ Les immeubles sont développés avec la participation de partenaires externes. La réalisation est effectuée par des entrepreneurs généraux ou des entreprises mandatées directement par Fortimo (dans un rapport de environ 80 contre 20).
- ▶ La commercialisation des projets a lieu pendant la phase de développement et de réalisation. Dans l'idéal, les projets sont entièrement vendus ou loués au moment de l'achèvement des travaux.

Description de l'entreprise

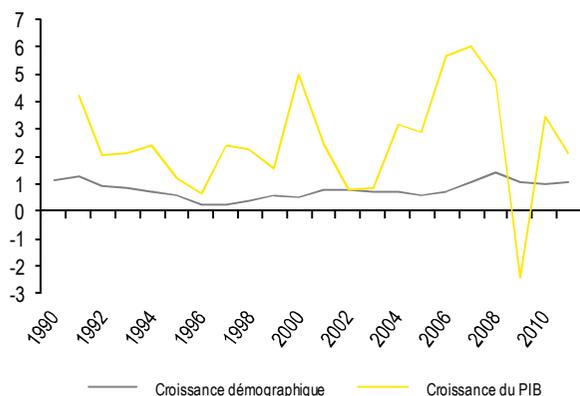
Structure du portefeuille de projets

- ▶ Les projets de Fortimo se répartissent comme suit :
 - *Immeubles en développement – terrains à bâtir*
Terrains équipés destinés à être vendus libres de mandat d'architecte.
 - *Immeubles en développement – propriétés par étage*
Immeubles en cours de planification ou de construction, bénéficiant d'une autorisation de construire valable, destinés à être vendus ou déjà vendus en tant que propriétés par étage ; les terrains ne sont en partie pas encore la propriété de Fortimo, mais sont liés contractuellement à celle-ci.
 - *Immeubles en développement – locations*
Immeubles en cours de planification ou de construction, bénéficiant d'une autorisation de construire valable, destinés à être vendus ou déjà vendus en tant qu'immeubles de rapport ; les terrains ne sont en partie pas encore la propriété de Fortimo, mais sont liés contractuellement à celle-ci.
 - *Immeubles en développement – terrains liés*
Droit d'achat sur des terrains sans autorisation de construire valable, destinés à être développés par Fortimo.
 - *Immeubles en commercialisation*
Immeubles achevés en commercialisation, qui n'ont pas encore pu être vendus.

Analyse de marché

Croissance démographique et économique de 1990 à 2011 (en %)

Source: Office fédéral de la statistique



Segment de marché

- ▶ Fortimo appartient au marché partiel des développeurs immobiliers. Ce marché partiel est fortement fragmenté et comprend, d'une part, des grands acteurs nationaux (p. ex. Steiner SA, HRS, Allreal, Mobimo) qui exploitent d'autres domaines commerciaux outre le développement d'immeubles, et, d'autre part, des sociétés actives sur le plan régional (p. ex. Halter Immobilien, Relesta) ainsi qu'un grand nombre de petites entreprises.

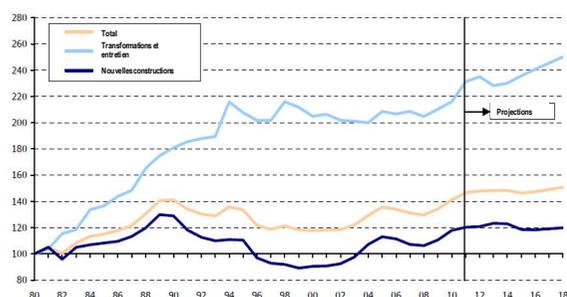
Situation du marché

- ▶ La situation économique actuelle forme depuis longtemps un environnement favorable pour le secteur de la construction, qui se distingue par une sollicitation élevée des entreprises de la branche. La solidité actuelle de la croissance économique (aussi par rapport à la situation dans les pays environnants) a entraîné depuis quelques années une croissance démographique supérieure à la moyenne, qui influence durablement la demande de logements. Celle-ci a également été influencée positivement par le bas niveau des intérêts (particulièrement sur le marché partiel des appartements en propriété), par l'évolution de la structure des ménages, caractérisée par un nombre toujours décroissant de personnes par ménage, par l'accroissement de la consommation du sol par personne ainsi que par l'introduction de la libre circulation des personnes, qui a ouvert la libre circulation des personnes des Etats de l'UE vers la Suisse.
- ▶ Malgré le développement dynamique de la construction de ces dernières années, l'extension de l'offre de logements n'a pas été suffisante face à la croissance dynamique de la population. Cette situation a entraîné une forte hausse des loyers ainsi qu'une baisse du taux de vacances, tout particulièrement dans les agglomérations.
- ▶ Les facteurs mentionnés ont conduit depuis 2006 à une très forte sollicitation du secteur de la construction. Le domaine de la construction de logements, en particulier, présente des valeurs stables. Une croissance supplémentaire dans ce secteur a toutefois été limitée à plusieurs égards par le manque de capacités.
- ▶ Les turbulences sur les marchés durant les dix dernières années ont créé certaines insécurités sur les marchés financiers. Le contexte d'instabilité, l'attractivité de l'immobilier et la forte pression sur les placements ont entraîné une demande croissante de possibilités d'investissements dans l'immobilier. La hausse de la demande ainsi que la baisse du niveau des intérêts ont conduit à une forte augmentation des prix des transactions dans l'immobilier.

Analyse de marché

Développement des dépenses dans le domaine de la construction de 1990 à 2018

Source : BAKBasel



Perspectives du marché

- ▶ BAK Basel Economics SA (ci-après « BAKBasel ») prévoit dans ses prévisions jusqu'en 2018 un léger affaiblissement de la croissance dans le secteur de la construction. Pour l'année en cours, la croissance réelle des dépenses dans la construction devrait s'établir à 0.2 % (2012 : 0.9 %). Après un léger fléchissement en 2014 et 2015, dû en premier lieu aux effets de l'introduction de l'initiative sur les résidences secondaires, dont Fortimo n'est cependant pas influencée, car son développement ne se situe pas dans les régions concernées, BAKBasel table à nouveau sur une croissance annuelle de 1.0 % à partir de 2016.
- ▶ Sur l'ensemble de l'horizon prévisionnel, BAKBasel prévoit une dynamique non ralentie dans la construction de nouveaux logements. Les affaiblissements décrits ci-avant concernent en premier lieu les secteurs de la transformation et de l'assainissement ainsi que le secteur de la construction d'immeubles commerciaux.
- ▶ Compte tenu de l'attrait inchangé de la Suisse comme lieu de résidence et de travail pour les étrangers, BAKBasel ne prévoit aucune baisse de la demande et de la production.

Risques

- ▶ Malgré les perspectives positives, il convient de mentionner qu'un grand nombre de risques pourrait influencer négativement ces prévisions. Un ralentissement conjoncturel pourrait avoir une incidence négative sur l'attractivité de la Suisse comme lieu de travail. En outre, une forte hausse des intérêts créerait un tassement de la demande de logements en propriété. Les risques mentionnés se répercutent également sur la volatilité des marges bénéficiaires. Dans le cas des projets en cours de Fortimo, cette marge se situe dans une fourchette allant de 1.5 % à 50 %.
- ▶ Des modifications du cadre légal représentent aussi un risque. Par exemple, des effets sont à attendre suite à l'acceptation de la modification de loi fédérale sur l'aménagement du territoire ou en cas de frein politique à l'immigration.
- ▶ L'activité de développement immobilier nécessite d'importants volumes de capitaux. En outre, le développement d'un objet immobilier s'étend sur une longue période. Les variations de la demande ainsi que les changements au niveau des facteurs de production (modification des prix des entreprises mandatées pour la construction) constituent par conséquent un risque important à la charge du planificateur. De même, des retards dans le développement de biens immobiliers (p. ex. oppositions à une demande de permis de construire) peuvent engendrer des coûts supplémentaires et des retards importants dans la réalisation des bénéfices planifiés.

Bases d'évaluation

5. Bases d'évaluation
6. Méthodes et procédures d'évaluation

Bases d'évaluation

Principes

- ▶ L'objectif de l'évaluation est de déterminer une fourchette pour la valeur d'une action de Fortimo au 20 mars 2013.
- ▶ Le capital d'actions de Fortimo est constitué à la date d'évaluation de 1 538 514 actions nominatives cotées en bourse. 1 467 279 actions ont été prises en compte dans le calcul de la valeur par action. La différence correspond aux 71 235 actions détenues par l'entreprise elle-même. Ces dernières ne confèrent aucun droit de vote. En d'autres termes, elles ne sont pas déterminantes pour obtenir le contrôle de l'entreprise, de sorte qu'elles n'ont pas été prises en compte dans nos réflexions en matière d'évaluation.

Sources d'information

- ▶ L'évaluation se fonde sur des données financières historiques ainsi que sur des données prospectives de planification financière établies par la direction de Fortimo. Nos réflexions en matière d'évaluation reposent essentiellement sur :
 - un business plan consolidé (période de planification de 2013 à 2017) établi pour Fortimo par la direction et approuvé par le conseil d'administration ;
 - une liste des projets de développement actuels avec des prévisions de chiffres d'affaire et de bénéfices correspondants, établie par la direction ;
 - une description détaillée des projets en cours ;
 - les comptes annuels consolidés révisés selon les normes Swiss GAAP RPC pour les années 2008 à 2012 de Fortimo Group SA ;
 - des données financières (Bloomberg, Capital IQ, Thomson One, Global Insight) et
 - des informations accessibles au public.
- ▶ Nous avons par ailleurs eu l'occasion de poser des questions aux directions opérationnelles ainsi qu'aux membres du conseil d'administration de Fortimo et de soumettre les hypothèses du business plan à une discussion critique.
- ▶ Sur la base des informations précitées, la plausibilité du business plan a été vérifiée et des paramètres d'évaluation ont été définis en vue de prévisions à long terme.
- ▶ Les comptes annuels consolidés révisés de 2012 correspondent aux informations financières les plus actuelles disponibles. Selon les affirmations du conseil d'administration et de la direction de Fortimo,

Bases d'évaluation

aucune modification essentielle du patrimoine, de la situation financière et des résultats n'a eu lieu entre la clôture au 31 décembre 2012 et la date d'évaluation.

- ▶ D'une manière générale, Ernst & Young présuppose l'exactitude et l'exhaustivité des informations mises à disposition et se fie aux déclarations de la direction et du conseil d'administration de Fortimo, dont la plausibilité a été vérifiée.

Méthodes et procédures d'évaluation

Méthodes d'évaluation usuelles et notre choix

Source: EY

	Orienté vers le futur
	Valeur de rendement
→	Discounted cash-flow
	Discounted EVA / EP
	Historique / comptable
→	Méthode de la valeur intrinsèque
	Environnement actuel du marché
→	Trading Multiples
	Transaction Multiples

Choix des méthodes et procédures d'évaluation

- ▶ En règle générale, le cours boursier d'une société cotée constitue la meilleure indication de sa valeur. Cela suppose toutefois que le marché soit suffisamment liquide. Comme indiqué au chapitre suivant, cela n'est pas le cas pour Fortimo. Le négoce des actions de Fortimo est illiquide et le cours boursier de l'action Fortimo ne permet de juger que de manière limitée du caractère équitable de l'offre d'achat.
- ▶ Par conséquent, c'est la méthode du discounted cash-flow (« DCF ») qui a été utilisée en premier lieu afin de déterminer la valeur d'une action de Fortimo. La méthode DCF permet de tenir compte de facteurs spécifiques à l'entreprise, car les valeurs financières de celle-ci y sont modélisées de façon détaillée.
- ▶ L'évaluation DCF repose sur le business plan consolidé de Fortimo pour les années 2013 à 2017, à partir duquel sont calculés les flux de trésorerie (cash-flows) correspondants.
- ▶ De manière générale, Ernst & Young procède à l'évaluation DCF en appliquant l'approche fondée sur la valeur d'entreprise (approche « Entity »). Cette approche détermine la valeur d'une entreprise par actualisation des cash-flows futurs disponibles planifiés en appliquant le coût moyen pondéré du capital (« WACC »). Les cash-flows disponibles décrivent alors les flux financiers de la société avant les activités de financement et, partant, les cash-flows mis à la disposition des bailleurs de fonds propres et étrangers. Afin de déterminer la valeur des fonds propres, l'endettement financier net est déduit de la valeur d'entreprise et additionnée des actifs hors exploitation.
- ▶ L'activité de développement immobilier permet toutefois de porter à l'actif du bilan certaines charges de financement affectées aux projets de développement correspondants et de les classer comme charges d'exploitation. Cette procédure est justifiée par le fait que le financement repose fréquemment sur les différents projets. Il en résulte pour l'activité de développement immobilier qu'il n'est pas possible d'établir une séparation stricte entre les capitaux étrangers opérationnels et l'activité de financement.
- ▶ C'est pourquoi nous avons déduit, dans la présente évaluation, la valeur des fonds propres directement des cash-flows revenant aux bailleurs des fonds propres (approche « Equity »). Dans la pratique, l'approche Equity est notamment appliquée à l'égard des prestataires financiers (banques et assurances) car, pour ces entreprises, les fonds propres font partie intégrante de l'activité commerciale opérationnelle.
- ▶ Afin de déterminer la valeur d'une action sur cette base, d'éventuelles liquidités non opérationnelles ainsi que les actifs immobilisés hors exploitation sont additionnés à cette valeur globale et d'éventuels engagements non opérationnels sont retranchés de celle-ci. Dans une dernière étape, la valeur par action nominative est calculée en divisant la valeur des fonds propres de Fortimo par le nombre d'actions émises (sans les actions détenues par Fortimo).

Méthodes et procédures d'évaluation

- ▶ L'évaluation de l'entreprise sur la base des flux de trésorerie en faveur des bailleurs de fonds propres (approche « Equity ») débouche en principe sur la même valeur de fonds propres que l'évaluation calculée sur la base des flux de trésorerie en faveur de tous les bailleurs de fonds (approche « Entity »). Il faut en outre relever que la réunion, typique aux développeurs immobiliers, de l'activité commerciale opérationnelle et de l'activité de financement crée d'importantes difficultés dans la détermination du coût moyen pondéré du capital global (« WACC »). Cependant, il serait absolument nécessaire, pour l'évaluation fondée sur l'approche « Entity », de déterminer une valeur adéquate du coût moyen pondéré du capital. Cette problématique a pu être évitée par l'application de l'approche « Equity ».

Réflexions supplémentaires en matière d'évaluation

- ▶ A titre d'approche alternative, la valeur de l'action a été calculée sur la base de la valeur comptable des fonds propres à la date d'évaluation ainsi que sur la base du portefeuille de développement à cette même date. Le bénéfice probable non encore réalisé a été calculé sur la base de l'aperçu des projets et additionné aux fonds propres présentés dans le bilan. La fourchette qui en résulte doit être comprise comme une sorte de valeur intrinsèque.
- ▶ L'application de la méthode de la valeur intrinsèque (« NAV ») pour l'évaluation d'entreprises du secteur immobilier est tout à fait usuelle. Elle convient cependant davantage aux sociétés immobilières qui détiennent des immeubles en portefeuille. Dans le cas d'une société de développement immobilier, telle que Fortimo, qui construit des biens immobiliers et les vend ensuite, la méthode de la valeur intrinsèque ne reflète pas de manière adéquate le modèle commercial de la société et ne tient pas compte du potentiel de revenu futur. C'est pourquoi les estimations de valeur reposant sur la méthode de la valeur intrinsèque ne sont utilisées qu'à des fins de plausibilisation des fourchettes calculées selon la méthode DCF.
- ▶ En outre, la valeur d'une action de Fortimo a été déterminée au travers d'une analyse de multiplicateurs sur la base d'une comparaison avec des entreprises comparables cotées en bourse (Trading Multiples). Toutefois, les approches fondées sur les valeurs du marché présentent une solidité limitée et ne sont par conséquent utilisées que dans le cadre de vérifications de plausibilité.

Conclusion

Sur la base des résultats des différentes méthodes d'évaluation, nous avons établi une fourchette pour la valeur de marché équitable d'une action Fortimo.

Afin que nous puissions la considérer comme financièrement équitable, l'offre publique d'achat doit s'inscrire dans cette fourchette ou lui être supérieure.

Méthodes et procédures d'évaluation

- ▶ Le manque de disponibilité de transactions comparables fait obstacle à une évaluation probante par le biais des Transaction Multiples. En effet, il n'existe sur le marché suisse ainsi que sur les marchés immobiliers comparables que très peu de données sur des transactions conclues ces dernières années par des entreprises comparables.
- ▶ D'autres indications relatives aux méthodes d'évaluation choisies sont fournies en annexe.

Estimations de valeur

7. Analyse du prix de l'action et analyse de liquidité
8. Méthode du discounted cash-flow
9. Valeur intrinsèque : valeur du portefeuille de projets
10. Méthode des Trading Multiples

Analyse du prix de l'action et analyse de liquidité

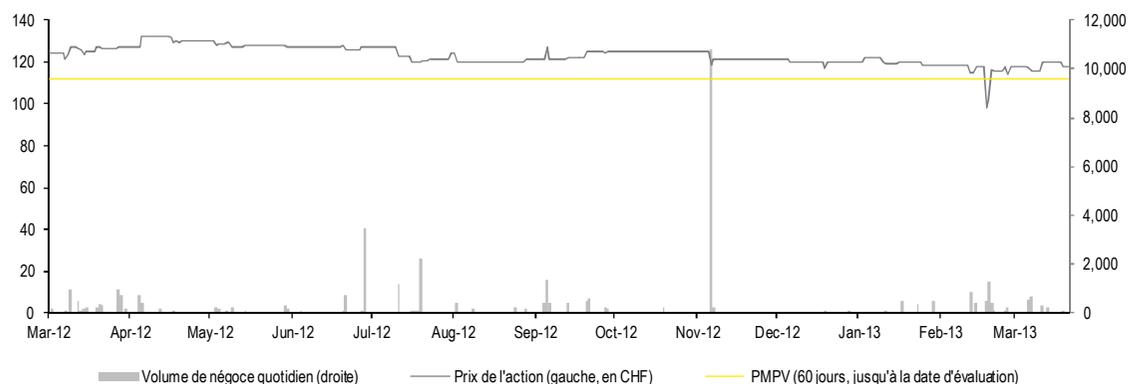
Analyse du prix de l'action

- ▶ Le cours de clôture de l'action Fortimo à la bourse bernoise (BX Berne eXchange) était de CHF 117.5 par action nominative à la date d'évaluation (20 mars 2013). Le cours le plus élevé atteint durant l'année précédant la date d'évaluation s'est élevé à CHF 132.0 par action, quant au cours le plus bas, il s'est établi à CHF 98.0 par action.
- ▶ Le prix moyen pondéré par volume (« PMPV ») 60 jours (cours moyen calculé en fonction de la pondération des volumes des transactions on-orderbook exécutées pendant les 60 derniers jours de bourse) s'établit à la date d'évaluation à CHF 111.9 par action.
- ▶ Les actions de Fortimo ne sont cependant négociées à la bourse qu'à intervalles irréguliers. Il ressort de l'analyse du volume de transactions que, durant la période du 20 mars 2012 au 20 mars 2013, un total de 164 jours sans transactions boursières clôturées et 85 jours avec volume de transaction ont été enregistrés.

Conformément à la définition de la Commission suisse des OPA, l'action de Fortimo est dès lors considérée comme illiquide selon nos calculs à la date d'évaluation.¹

Prix de l'action, volume de négoce et PMPV de Fortimo à la date d'évaluation

Source: Bloomberg, BX Berne eXchange et analyse EY



¹ Circulaire n° 2 de la Commission suisse des OPA « Liquidité au sens du droit des OPA », <http://www.takeover.ch/legaltexts/overview/lang/fr>

Analyse du prix de l'action et analyse de liquidité

- ▶ En raison du faible volume de négoce de l'action Fortimo, nous n'avons accordé qu'une importance limitée au cours de bourse actuel et au PMPV actuel de l'action Fortimo lors de l'évaluation du caractère équitable de l'offre publique d'achat.

Conclusion

Nous n'avons accordé qu'une importance limitée au cours boursier actuel de l'action Fortimo lors de l'évaluation du caractère équitable de l'offre publique d'achat.

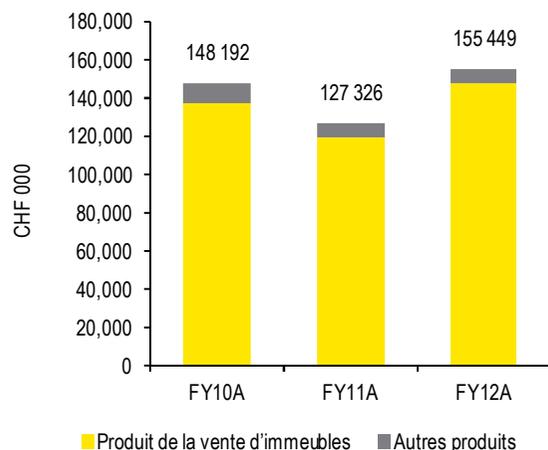
Méthode DCF: hypothèse clés

Hypothèses de base du business plan

Paramètres	Historique (FY10-FY12)	Business plan (FY13-FY17)	Valeur résiduelle (dès FY18)
Croissance du chiffre d'affaires annuel composé (CAGR)	0.2 % p.a.	3.3 % p.a.	1.4 % p.a.
Marges EBT (Ø)	15.3 %	11.3 %	12.7 %
ACN / chiffre d'affaires sans loyers (Ø)	55.6 %	66.1 %	62.2 %

Evolution du chiffre d'affaires de Fortimo

Source: rapports annuels, direction de Fortimo



Evolution financière de Fortimo et hypothèses de base du business plan

- ▶ Le business plan consolidé établi par la direction de Fortimo constitue la base de la détermination de la valeur de l'action selon la méthode DCF.
- ▶ La période de planification explicite s'étend sur cinq ans, à savoir de l'exercice 2013 à 2017 (FY13-FY17) et comprend le compte de résultat consolidé prévisionnel et le bilan prévisionnel de Fortimo.
- ▶ Le tableau ci-contre montre les principales hypothèses appliquées à la période prévisionnelle explicite ainsi qu'à la valeur résiduelle.

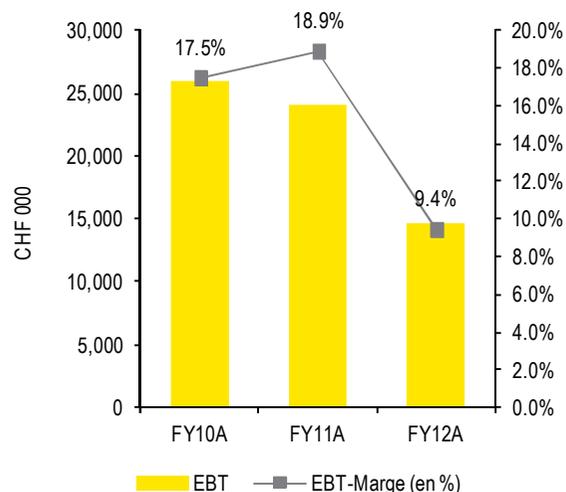
Chiffre d'affaires

- ▶ Lors de l'exercice 2012, Fortimo a dégagé un produit de CHF 155.4 millions, ce qui correspond à une croissance de 22.1 % par rapport à l'exercice précédent.
- ▶ Le business plan suppose sur l'horizon de planification explicite une croissance moyenne du chiffre d'affaires global de Fortimo de 3.3 % par an (CAGR), soit une croissance supérieure à la croissance attendue du marché (voir rubrique « Analyse de marché ») et supérieure à la croissance attendue pour l'ensemble de l'économie suisse durant cette période.
- ▶ Compte tenu des conditions actuellement très favorables du marché, qui ne perdureront pas nécessairement longtemps sous cette forme, ainsi que des prévisions décrites pour le marché, nous estimons que l'évolution du chiffre d'affaires planifiée par Fortimo est ambitieuse. Cependant, en considérant que Fortimo est une entreprise encore très jeune et que des taux de croissance supérieurs peuvent de ce fait être escomptés à moyen terme, nous estimons que l'hypothèse retenue en matière de croissance est néanmoins réalisable.
- ▶ Afin d'estimer le chiffre d'affaires réalisable durablement à partir de l'exercice 2018 (FY18), nous nous basons sur les produits moyens des exercices 2010 à 2017. Nous considérons que le calcul de cette moyenne constitue une base appropriée pour une estimation de l'évolution commerciale à long terme de Fortimo, sachant que l'évolution future est entachée d'incertitudes précisément dans le cas de jeunes entreprises. Pour cette raison, nous intégrons, en plus des chiffres d'affaires prévisionnels (FY13 à FY17), également les résultats historiques de l'activité, car ceux-ci reflètent un niveau de chiffre d'affaires effectivement réalisé par Fortimo. En outre, il résulte selon nous de cette procédure un niveau de chiffre d'affaires durablement adéquat pour la détermination de la valeur résiduelle. Et ce, en particulier en tenant compte du fait que la planification du chiffre d'affaires repose sur l'environnement de marché actuellement très positif, qui ne devrait pas perdurer longtemps sous cette forme.

Méthode DCF: hypothèse clés

EBT et marges de Fortimo

Source : rapports annuels, direction de Fortimo



- ▶ Etant donné que le business plan suppose une augmentation significative des immeubles de placement durant les exercices 2016 et 2017 et prévoit à long terme l'entrée dans les affaires d'immeubles de rapport, nous estimons les revenus locatifs correspondants réalisables à long terme à partir de l'exercice 2018 sur la base du portefeuille d'immeubles de placement de l'exercice 2017.
- ▶ Concernant la valeur résiduelle, basée sur l'exercice 2018 normalisé, nous admettons une croissance durable du chiffre d'affaires de 1.4 % par an, ce qui correspond aux prévisions de l'inflation à long terme pour la Suisse (IHS Global Insight). Etant donné qu'il faut s'attendre à une croissance stagnante ou négative de la population en Suisse (IHS Global Insight), nous estimons comme appropriée une prévision de croissance réelle nulle de la valeur résiduelle.

EBT-Marge

- ▶ Lors de l'exercice 2012, Fortimo a dégagé un bénéfice avant impôts de CHF 14.7 millions, ce qui correspond à un recul de 39.0 % par rapport à l'exercice précédent (CHF 24.1 millions). Il en résulte pour l'exercice 2012 une marge EBT de 9.4 % (exercice précédent : 18.9 %). La volatilité des résultats réalisés par le passé reflète entre autres les fluctuations inhérentes au portefeuille et au marché, auxquelles est soumise l'activité de développement immobilier.
- ▶ Le business plan suppose pour les cinq années à venir une croissance moyenne du bénéfice EBT réalisé de 6.7 % par an, avec une marge EBT moyenne de 11.3 % sur l'horizon de planification. Les marges EBT escomptées se situent par conséquent en-dessous du niveau des marges historiques obtenues de 2010 à 2012, qui affichent une moyenne de 15.3 %. Le fléchissement des marges résulte du portefeuille de développement des années considérées et est fondé sur l'hypothèse d'un ralentissement à moyen terme de la hausse des prix de l'immobilier, ce qui conduit à une réduction du bénéfice de cession pour le portefeuille de projets des années considérées.
- ▶ La marge réalisable à long terme est obtenue, comme dans le cas du calcul du chiffre d'affaire réalisable à long terme, selon la moyenne des marges EBT réalisées et pronostiquées pour les exercices 2010 à 2017, et s'établit à 12.7 %. Cela signifie que la marge EBT réalisable à long terme est également déterminée sur la base des marges réalisées par le passé, en plus des marges pronostiquées.
- ▶ Nous estimons qu'il est adéquat d'intégrer des marges historiques déjà atteintes, car Fortimo a montré qu'elle est en mesure d'atteindre un tel niveau de marges. Toutefois, il faut tenir compte du fait que des marges relativement élevées ont pu être atteintes grâce aux conditions actuellement favorables du marché, mais qu'elles ne pourront probablement pas être maintenues sous cette forme en cas de changement des conditions du marché. C'est pourquoi les marges inférieures planifiées ont également été intégrées dans le calcul de la marge réalisable à long terme. Cette méthode permet de niveler les fluctuations des affaires dues au portefeuille et au marché.

Méthode DCF: hypothèse clés

Investissements (« Capex »)

- ▶ Le business plan suppose pour les exercices 2016 et 2017 des investissements dans des immeubles de placement pour un montant de CHF 25.0 millions par an. Ces investissements sont nécessaires suite à l'extension des activités de placement (c'est-à-dire la location d'immeubles) et sont supposés être financés pour une grande partie au moyen de fonds étrangers.
- ▶ Le business plan suppose en outre que seuls des investissements de remplacement sont occasionnés durant la période de planification. Nous estimons que cela est plausible car, pour la valeur résiduelle, nous maintenons constant le portefeuille d'immeubles de placement planifié pour l'exercice 2017, et les cash-flows pertinents dans le domaine du développement de projets sont reproduits dans l'actif circulant net (« ACN »).

Actifs / passifs horsexploitation

- ▶ Selon la direction, Fortimo ne possède à la date d'évaluation aucun actif horsexploitation. De même, il n'existe à la date d'évaluation aucun passif horsexploitation.

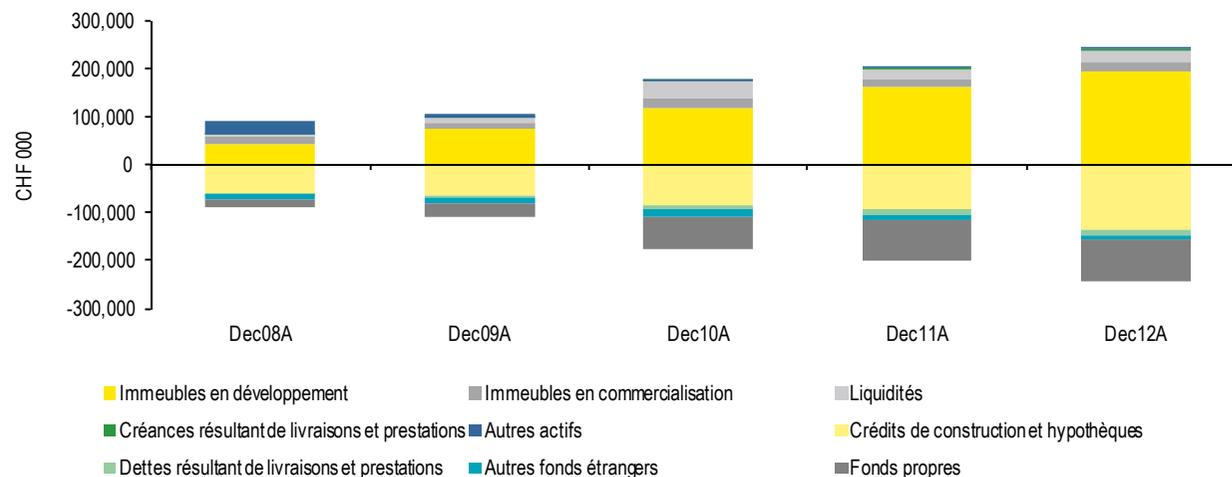
Actif circulant net (« ACN »)

- ▶ Le produit de Fortimo résulte principalement de la vente d'immeubles qui sont développés et réalisés. La position au bilan « Immeubles en développement » reflète les projets en cours qui sont évalués aux coûts de construction ou selon la méthode du pourcentage d'avancement (« POCM »).
- ▶ Ce faisant, les immeubles en développement sont financés entre autres au moyen d'hypothèques à court terme et de crédits de construction à court terme. Les actifs circulants nets qui en résultent pour le groupe Fortimo s'élèvent à la date d'évaluation à CHF 87.0 millions.

Méthode DCF: hypothèse clés

Bilan de Fortimo

Source : rapports annuels, analyse EY



- ▶ Le business plan suppose que l'ACN – qui se compose principalement des liquidités et des immeubles en développement sous déduction des crédits de construction et hypothèques correspondants – correspondra en moyenne à 66.1 % du chiffre d'affaires (hors revenus locatifs) sur les cinq prochaines années. Cette valeur est supérieure à l'ACN nécessaire par le passé, ce qui peut s'expliquer principalement par des périodes de réalisation plus longues dans le cadre de projets de construction importants ainsi que par une diminution du financement des projets par des fonds étrangers.
- ▶ Notre estimation de l'actif circulant nécessaire sur le long terme à partir de l'exercice 2018 repose sur les exercices 2010 à 2017, comme pour notre estimation du chiffre d'affaires durable et de la marge EBT. Nous supposons également que l'actif circulant devrait augmenter proportionnellement à la croissance du chiffre d'affaires. Lors de la détermination du cash-flow, les flux de trésorerie dans l'ACN qui en résultent sont pris en compte dans la valeur résiduelle.

Méthode DCF: résultats d'évaluation

Analyse DCF de Fortimo

Monnaie: CHF 000	Valeur
Valeur actuelle des cash-flows pour FY13-FY18	48 993
Valeur actuelle des cash-flows dans la valeur résiduelle	128 777
Valeur des fonds propres opérationnels	177 770
+ actifs hors exploitation	-
Valeur des fonds propres	177 770
Nombre d'actions	1 538 514
Nombre d'actions détenues par Fortimo	71 235
Nombre d'actions (sans les propres actions)	1 467 279
Valeur par action (en CHF)	121.2

Source: analyse EY

Résultats d'évaluation selon la méthode DCF

- ▶ Le tableau ci-contre montre les résultats de l'analyse DCF.
- ▶ Sur la base des informations décrites, des entretiens menés avec la direction et le conseil d'administration de Fortimo ainsi que de nos propres réflexions, nous avons déterminé au moyen de la méthode DCF une valeur des fonds propres au 20 mars 2013 de CHF 177.8 millions.
- ▶ Sur la base de 1 538 514 actions en circulation et 71 235 actions détenues par Fortimo, il en résulte une valeur de CHF 121.2 par action.
- ▶ La sensibilité de la valeur de l'action à l'égard des variations du coût du capital et de la croissance perpétuelle dans la valeur résiduelle est présentée dans le tableau ci-dessous.

Analyse de sensibilité: fonds propres et taux de croissance perpétuelle

Monnaie: CHF		Coût des fonds propres				
		8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%
Croissance perpétuelle (dès FY18)	0.4%	131.6	122.9	115.2	108.4	102.2
	0.9%	135.7	126.3	118.0	110.7	104.1
	1.4%	140.4	130.1	121.2	113.3	106.3
	1.9%	145.9	134.5	124.7	116.2	108.7
	2.4%	152.3	139.6	128.8	119.5	111.4

Source: EY Analyse

- ▶ La valeur de l'action présente une sensibilité relativement élevée à l'égard des variations marginales des paramètres d'entrée correspondants.
- ▶ Compte tenu des analyses de sensibilité et de nos estimations, il en résulte pour la valeur DCF d'une action de Fortimo une fourchette allant de CHF 110.7 à CHF 134.5.

Conclusion

Il résulte de l'application de la méthode DCF une fourchette allant de CHF 110.7 à CHF 134.5 par action Fortimo.

Valeur intrinsèque : valeur du portefeuille de projets

Réflexions en matière d'évaluation du portefeuille de projets

- ▶ Les réflexions ci-après concernant la valeur du portefeuille de projets servent à vérifier la plausibilité de la valeur de l'action calculée à l'aide de la méthode DCF. A cette fin, outre les fonds propres de Fortimo, il est également tenu compte du portefeuille des projets de développement en cours à la date d'évaluation.
- ▶ Le bénéfice probable non encore réalisé a été calculé sur la base de la planification des projets individuels établie par la direction et additionné aux fonds propres de Fortimo présentés dans le bilan au 31 décembre 2012 selon les normes Swiss GAAP RPC.
- ▶ Ces réflexions en matière d'évaluation tiennent ainsi compte de la valeur (théorique) revenant aux actionnaires de Fortimo en raison de l'exécution des projets en cours à la date d'évaluation et de la distribution des fonds propres en résultant.
- ▶ La plausibilité des bénéfices présentés dans la planification des projets individuels de Fortimo a été vérifiée du point de vue de leur évaluation. Les coûts de construction budgétisés ainsi que les produits de la vente et les revenus locatifs ont été soumis à une vérification de plausibilité sur la base des descriptions détaillées de projets et à la lumière d'objets comparables issus du pool de données d'Ernst & Young. La vérification de ces hypothèses a débouché sur un résultat plausible. Les coûts de construction ainsi que les produits de la location et de la vente se situent à l'intérieur d'une fourchette moyenne correspondant au lieu des objets respectifs. L'évaluation des projets suppose que les terrains appartiennent à Fortimo ou sont liés à Fortimo par le biais d'options d'achat. Le déroulement temporel des projets correspond aux indications de la direction.
- ▶ Il convient de préciser que ces réflexions en matière d'évaluation sont statiques et que les bénéfices futurs n'ont pas été actualisés à la date d'évaluation. Par conséquent, ce calcul ne représente qu'une approximation. Une prise en compte de la réalisation temporelle des bénéfices attendus selon le portefeuille de projets existant par le biais d'une actualisation selon un taux de capitalisation adéquat réduirait nettement cette valeur.
- ▶ Il convient en outre de tenir compte du fait que le calcul des bénéfices résultant du portefeuille de développement ne tient pas compte de certaines prestations fournies de manière centralisée (p. ex. frais administratifs et charges d'exploitation). La prise en compte complète de ces charges non mentionnées dans la planification des projets individuels aurait également pour effet une nette diminution de la valeur de l'action résultante.

Valeur intrinsèque : valeur du portefeuille de projets

Valeur comptable des fonds propres

Monnaie : kCHF	Valeur
Valeur comptable des fonds propres de Fortimo (au 31 décembre 2012 selon les normes Swiss GAAP RPC)	87 480
Nombre d'actions	1 538 514
Nombre d'actions détenues par Fortimo	71 235
Nombre d'actions (sans les propres actions)	1 467 279
Valeur par action (en CHF)	59.6

Source : Fortimo

Evaluation du portefeuille de projets

Monnaie : kCHF	Valeur
Valeur comptable des fonds propres de Fortimo (au 31 décembre 2012 selon les normes Swiss GAAP RPC)	87 480
Bénéfice attendu selon le pipeline de projets	167 287
Impôts différés sur le bénéfice (18 %)	(30 112)
Valeur des fonds propres (NAV y c. bénéfice)	224 656
Nombre d'actions	1 538 514
Nombre d'actions détenues par Fortimo	71 235
Nombre d'actions (sans les propres actions)	1 467 279
Valeur par action (en CHF)	153.1

Source : Fortimo

- ▶ Fortimo prévoit pour l'exercice 2013 un bénéfice (EBT des projets) à hauteur de CHF 25.7 millions et pour les exercices à partir de 2014, qui tiennent compte des projets en cours ainsi que des terrains en cours d'acquisition, un bénéfice de CHF 141.6 millions au total. La réalisation temporelle exacte des bénéfices n'a pas été attestée de manière explicite sur une base annuelle, car celle-ci est difficile à pronostiquer tout particulièrement dans le cas des projets sans autorisation de construire. Compte tenu de cette situation, nous partons du principe que Fortimo suppose un déroulement optimal des projets.
- ▶ Le bénéfice des projets non encore réalisé selon l'aperçu des projets a été additionné aux fonds propres présentés dans le bilan. Les impôts différés sur les bénéfices ont été pris en compte au taux de 18 % et portés en déduction. La valeur des fonds propres attestée de cette manière, y compris la prise en compte des bénéfices futurs, s'élève à CHF 224.7 millions, soit CHF 153.1 par action émise.

Conclusion

Il résulte de la valeur intrinsèque calculée d'après la valeur compte des fonds propres ainsi que du portefeuille de projets existant de Fortimo une fourchette allant de CHF 59.6 (NAV) à CHF 153.1 (NAV, y c. bénéfices futurs).

Méthode des Trading Multiples

Analyse des multiplicateurs sur la base des exercices 2011 et 2012

Monnaie : kCHF	Valeur
EBT Fortimo (Ø FY11A et FY12A)	19 380
Multiplicateur EBT du groupe de comparaison	10.22
Valeur des fonds propres opérationnels + actifs horsexploitation	198 009 -
Valeur des fonds propres	198 009
Nombre d'actions	1 538 514
Nombre d'actions détenues par Fortimo	71 235
Nombre d'actions (sans les propres actions)	1 467 279
Valeur par action (en CHF)	134.9

Source: analyse EY

Multiples Analyse auf Basis von FY12

Monnaie : kCHF	Valeur
EBT Fortimo	14 684
Multiplicateur EBT du groupe de comparaison	11.03
Valeur des fonds propres opérationnels + actifs horsexploitation	161 968 -
Valeur des fonds propres	161 968
Nombre d'actions	1 538 514
Nombre d'actions détenues par Fortimo	71 235
Nombre d'actions (sans les propres actions)	1 467 279
Valeur par action (en CHF)	110.4

Source: analyse EY

Calcul de la valeur des fonds propres selon une approche fondée sur le marché

- ▶ Afin de vérifier la plausibilité de la valeur de l'action résultant de l'évaluation DCF, Fortimo a été évaluée en plus selon une approche fondée sur la valeur de marché. A cet égard, la méthode des Trading Multiples a été appliquée en premier lieu. Des informations complémentaires sur l'approche fondée sur le marché sont fournies dans l'annexe A.
- ▶ Les entreprises comparables utilisées pour l'évaluation ont été déterminées avec le concours de Capital IQ. Il s'agit d'entreprises du secteur « Real Estate Management and Development », actives principalement dans le domaine du développement immobilier et dans un environnement de marché comparable à la Suisse.²
- ▶ Le groupe de comparaison a été complété par les concurrents directs de Fortimo mentionnés dans la présente évaluation.
- ▶ Etant donné que, dans le secteur d'activité du développement immobilier, l'activité opérationnelle ne peut pas être considérée entièrement séparément de l'activité de financement, nous déterminons les Trading Multiples directement sur la valeur des fonds propres correspondante. Nous fondons nos réflexions en matière d'évaluation sur l'EBT ainsi que sur la capitalisation boursière des entreprises comparables.
- ▶ Afin de niveler les variations de l'EBT dues au portefeuille de développement, le multiplicateur EBT a été obtenu à partir de la moyenne de l'EBT de l'exercice 2011 et de l'exercice 2012. A titre alternatif, les multiplicateurs EBT correspondants ont été calculés uniquement sur la base de l'exercice 2012.
- ▶ Les entreprises comparables utilisées pour l'approche fondée sur le marché ainsi que les Trading Multiples correspondants sont indiqués dans l'annexe C. Le calcul de la valeur de l'action effectué à l'aide de Trading Multiples est présenté dans les tableaux ci-contre.
- ▶ A l'aide de l'analyse des Trading Multiples fondée sur l'EBT, nous obtenons une fourchette allant de CHF 110.4 à CHF 134.9 par action Fortimo.

Conclusion

En appliquant la méthode fondée sur la valeur de marché, il résulte une fourchette allant de CHF 110.4 à CHF 134.9 par action Fortimo.

² Des entreprises domiciliées en Suisse, en Allemagne, en Autriche, en Belgique, aux Pays-Bas, au Luxembourg, en France, en Norvège, en Suède, en Finlande et en Grande-Bretagne ont été prises en compte.

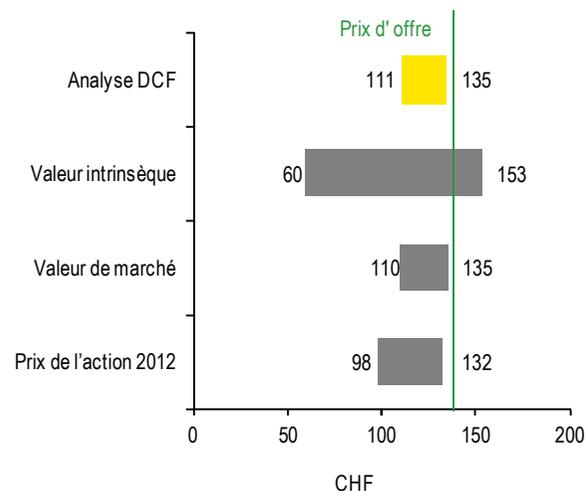
Evaluation globale / attestation d'équité

11. Evaluation globale / attestation d'équité

Evaluation globale / attestation d'équité

Fourchette des valeurs calculés pour une action Fortimo

Source: analyse EY



Attestation d'équité

- ▶ Il résulte de l'application de la méthode DCF, comme méthode d'évaluation primaire, une fourchette allant de CHF 110.7 à CHF 134.5 par action Fortimo.
- ▶ Le graphique ci-contre montre, outre les résultats de nos évaluations et le cours d'achat, la marge de fluctuation du cours de l'action Fortimo durant l'année précédant la date d'évaluation. Le cours moyen pondéré selon le volume (PMPV 60 jours) s'établit au 20 mars 2013 à CHF 111.9. En raison de la liquidité insuffisante du titre, la pertinence de cette valeur est limitée pour la valeur de marché d'une action Fortimo.
- ▶ La valeur intrinsèque de CHF 59.6 par action Fortimo calculée sur la base de la valeur comptable des fonds propres à la date d'évaluation constitue de notre point de vue, comme décrit dans la présente évaluation, une valeur limite inférieure, car elle n'inclut pas le développement futur des affaires de Fortimo. La valeur de l'action de CHF 153.1, fondée sur le portefeuille de projets existant, est nettement plus élevée par rapport aux résultats obtenus selon la méthode DCF, car elle ne tient pas compte de la valeur actuelle des bénéfices occasionnés dans le futur et des prestations fournies de manière centralisée. Par conséquent, cette valeur ne constitue, à nos yeux, pas une valeur de l'action pertinente en termes économiques et ne possède qu'une certaine valeur informative. Ces valeurs de l'action ne peuvent dès lors pas servir de base à notre attestation d'équité.
- ▶ La méthode fondée sur la valeur de marché présente, dans le cas de Fortimo, également une pertinence limitée, même si son application conduit à des résultats semblables à la méthode DCF :
 - Les Trading Multiples obtenus sur la base de données financières d'entreprises comparables liquides ne sont appropriés que de façon limitée pour évaluer la valeur d'entreprises illiquides, car une liquidité moindre entraîne en général des valeurs d'entreprise inférieures.
 - Pour des motifs de cohérence et en raison de la difficulté d'établir une distinction claire entre les fonds étrangers opérationnels et l'activité de financement, nous avons basé la méthode fondée sur la valeur de marché sur un multiplicateur EBT. Cette grandeur de bénéfice peut, de manière générale, être affectée par des influences ou des effets extraordinaires et non-opérationnels, tels que des amortissements, des coûts de financement ou des aspects fiscaux, et ne reflète de ce fait que de façon limitée la capacité de rendement opérationnelle d'une entreprise.
 - La valeur inférieure de la fourchette, soit CHF 110.4, repose sur l'EBT de l'exercice 2012 de Fortimo, qui est extraordinairement bas et qui ne représente par conséquent pas une grandeur de bénéfice durable. Cette situation est due à la volatilité des résultats inhérente à l'activité de développement immobilier. Cet effet a été apuré par l'application d'un multiplicateur moyen (exercices 2011 et 2012).

Evaluation globale / attestation d'équité

- Le marché de l'immobilier est très spécifique et peut présenter d'importantes différences d'un pays à l'autre, de sorte que la comparabilité des entreprises et des multiples dérivés de ces entreprises peut s'en trouver fortement restreinte.
- ▶ Compte tenu de ces réflexions, nous fondons notre appréciation, comme décrit au chapitre « Bases d'évaluation », sur les résultats de l'évaluation DCF comme base déterminante. Nous définissons par conséquent, pour la valeur de l'action Fortimo, une fourchette allant de CHF 110.7 à CHF 134.5.
- ▶ Cela signifie que l'offre publique d'achat de CHF [136] de Forty adressée aux actionnaires de Fortimo se situe au-dessus de la fourchette que nous avons définie et qu'elle peut de ce fait être considérée comme équitable d'un point de vue financier.
- ▶ L'attestation d'équité a été achevée le 2 avril 2013.

Conclusion

D'un point de vue financier, l'offre publique d'achat de CHF [136] soumise aux actionnaires de Fortimo doit être considérée comme équitable.



Louis Siegrist
Partner



André Mathis
Senior Manager

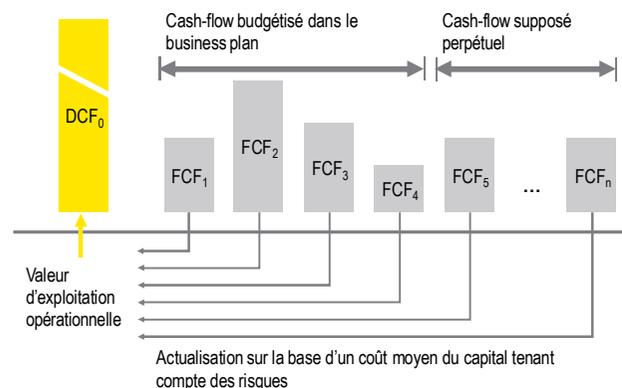
Annexe

12. Annexe A – Description des méthodes d'évaluation utilisées
13. Annexe B – Déduction des paramètres pour le calcul des coûts du capital
14. Annexe C – Echantillon d'entreprises comparables

Annexe A – Description des méthodes d'évaluation utilisées

Représentation graphique de la méthode DCF

Source: EY



Représentation graphique de la méthode fondée sur la valeur de marché

Source: EY



Méthode DCF

- ▶ La méthode DCF détermine la valeur opérationnelle d'une entreprise grâce à l'actualisation des cash-flows futurs disponibles actualisés au coût moyen adéquat du capital.
- ▶ Les cash-flows disponibles qui en sont déduits décrivent les flux financiers avant les activités de financement et donc les cash-flows mis à la disposition des bailleurs des fonds propres et étrangers. C'est la raison pour laquelle la valeur de marché du capital étranger doit être déduite de la valeur opérationnelle de l'entreprise pour l'évaluation des fonds propres.
- ▶ A titre alternatif, la valeur des fonds propres peut aussi être obtenue directement par actualisation des cash-flows disponibles en faveur des bailleurs des fonds propres aux coûts des fonds propres correspondants.
- ▶ Dans le cadre de la méthode DCF, une hypothèse concernant un cash-flow disponible durable, utilisé pour déterminer la valeur résiduelle, est émise après la période de planification explicite s'il y a lieu d'admettre une poursuite de l'activité commerciale. Cette valeur résiduelle inclut la valeur de tous les cash-flows futurs qui suivent la période de planification explicite.

Méthode de la valeur de marché

- ▶ La méthode de la valeur de marché recouvre en principe deux méthodes : la méthode des Trading Multiples (basée sur des entreprises comparables cotées en bourse) et la méthode des Transaction Multiples (basée sur des transactions d'entreprises comparables).
- ▶ La méthode des Trading Multiples s'attache aux ratios financiers d'entreprises cotées comparables dont les ratios sont comparés à ceux de l'entreprise cible. Les entreprises appropriées sont sélectionnées sur la base de différents critères, par exemple la branche d'activité, le marché, la taille de l'entreprise, la structure du capital et les propriétaires. Les données obtenues sont ensuite corrigées des écarts statistiques flagrants (par exemple part du chiffre d'affaires uniquement marginale dans le même secteur).
- ▶ Les ratios de chiffre d'affaires (rapport entre la valeur de l'entreprise et le chiffre d'affaires) et les ratios orientés sur le rendement (rapport entre la valeur de l'entreprise et le bénéfice ou le cash-flow) sont des multiplicateurs fréquemment utilisés.
- ▶ Les Trading Multiples ne sont que d'un intérêt limité pour la détermination concrète de la valeur d'entreprises non cotées ou illiquides. Il existe un différentiel de valeur entre entreprises cotées et non cotées ou illiquides en raison de leur liquidité moindre. A cela s'oppose le fait que des parts minoritaires sont généralement négociées pour les entreprises cotées.

Annexe B – Déduction des paramètres pour le calcul des coûts du capital

Coûts des fonds propres

Paramètres	Valeur	Explication	Source / commentaires
Taux sans risque	1.6 %	Le taux sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour les placements sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux sans risque contient une prévision concernant la rémunération réelle et l'inflation.	Rendement implicite d'un emprunt d'Etat suisse à 10 ans en monnaie locale, moyenne historique sur cinq ans (source : Capital IQ)
Levered Equity Beta (ajusté)	0.73	Le bêta reflète le risque systématique d'une action déterminé selon le CAPM. Les valeurs bêta sont calculées à l'aide des données du marché des fonds, directement sur la base des fonds propres. Les valeurs bêta résultantes reflètent donc également le risque lié à l'activité de financement.	Médiane du groupe de comparaison (voir annexe C). Ajusté selon Blume.
Prime de risque de marché	5.0 %	La prime de risque de marché correspond à la différence entre le rendement du marché des actions sous-jacent et le rendement sans risque de l'emprunt d'Etat correspondant au cours d'une période probante.	Prime de risque de marché moyenne selon des études de marché.
Prime de taille	3.9 %	Plusieurs études empiriques ont montré qu'en comparaison avec les grandes entreprises, les petites entreprises (en termes de capitalisation) affichaient un excédent de rendement à long terme qui ne s'explique pas via le CAPM, en d'autres termes le risque systématique. En règle générale, de plus hauts rendements ne sont possibles à long terme que moyennant de plus grands risques. En échange de ces risques plus élevés, les bailleurs de fonds exigent une indemnisation plus importante. Afin de compenser l'exigence de rendement accrue d'une société telle que Fortimo, nous procédons à une majoration correspondante des coûts des fonds propres.	Prime de taille pour Micro-Cap (source : Ibbotson SBBi Valuation Yearbook 2012 – Morningstar).
Coût des fonds propres	9.2 %		

Annexe C – Echantillon d'entreprises comparables

Echantillon d'entreprises comparables

Entreprise	Ticker	Pays	Capitalisation boursière (en mio. de CHF)	Levered Beta (ajusté)	Multiplicateur EBT FY11-FY12	Multiplicateur EBT FY12
Allreal Holding AG	SWX:ALLN	Suisse	2 193	0.55	14	17
ALM equity AB	OM:ALM	Suède	54	n/m	6	8
Atenor Group	ENXTBR:ATEB	Belgique	199	0.73	22	32
AVW Immobilien AG	DB:AV7	Allemagne	42	0.44	n/m	n/m
Compagnie Immobilière de Belgique	ENXTBR:IMMO	Belgique	160	1.09	9	10
Conwert Immobilien Invest SE	WBAG:CWI	Autriche	885	1.20	22	17
Development Securities plc	LSE:DSC	Royaume-Uni	267	1.07	n/m	n/a
Groupe Capelli	ENXTPA:CAPLI	France	24	1.17	5	5
InCity Immobilien AG	DB:IC8	Allemagne	22	0.59	n/m	n/a
Implenia SA	SWX:IMPN	Suisse	966	0.80	11	10
JK Wohnbau AG	DB:JWB	Allemagne	77	0.16	n/m	n/m
Les Nouveaux Constructeurs, SA	ENXTPA:LNC	France	121	1.65	4	n/a
Mobimo Holding AG	SWX:MOBN	Suisse	1 324	0.70	14	14
Orascom Development Holding AG	SWX:ODHN	Suisse	353	1.57	n/m	n/m
Peach Property Group AG	SWX:PEAN	Suisse	63	0.48	n/m	n/a
Selvaag Bolig ASA	OB:SBO	Norvège	317	n/m	9	4
St. Modwen Properties PLC	LSE:SMP	Royaume-Uni	789	1.42	11	12
UBM Realitatsentwicklung AG	WBAG:UBS	Autriche	105	0.66	6	n/a
Youniq AG	DB:YOU	Allemagne	69	0.29	n/m	n/m
Valeur médiane				0.73	10.22	11.03
Min.				0.16	4.31	4.38
Max.				1.65	22.17	31.95
Nombre				17	12	10

Source : Capital IQ, analyse EY

Annexe C – Echantillon d'entreprises comparables

Analyse des entreprises comparables

<p>Allreal Holding AG Allreal Holding AG engages in the development and management of real estate properties; and development and realization of construction projects in Switzerland.</p>	<p>ALM equity AB ALM Equity AB (publ) acquires, structures, develops, and sells primarily residential projects in Sweden.</p>	<p>Atenor Group Atenor Group, a real estate property promotion company, engages in the development of real estate properties.</p>
<p>AVW Immobilien AG AVW Immobilien AG engages in the development, implementation, and management of real estate projects in Germany.</p>	<p>Compagnie Immobilière de Belgique Compagnie Immobilière de Belgique SA engages in real estate property development activities in Belgium and internationally.</p>	<p>Conwert Immobilien Invest SE conwert Immobilien Invest SE engages in the acquisition, development, sale, and rental of residential and commercial properties in Austria, Germany, the Czech Republic, Hungary Slovakia, Luxembourg, and Ukraine.</p>
<p>Development Securities plc Development Securities PLC, through its subsidiaries, engages in the development, investment, and trading of real estate properties in the United Kingdom.</p>	<p>Groupe Capelli Groupe Capelli engages in the acquisition, division, and development of lots for home construction.</p>	<p>InCity Immobilien AG InCity Immobilien AG, together with its subsidiaries, engages in the purchase and management of residential properties in Germany.</p>
<p>JK Wohnbau AG JK Wohnbau AG engages in the development and sale of residential real estate in the greater Munich area.</p>	<p>Les Nouveaux Constructeurs, SA Les Nouveaux Constructeurs SA engages in building and selling new homes primarily in France, Germany, and Spain.</p>	<p>Mobimo Holding AG Mobimo Holding AG operates as a real estate company in Switzerland.</p>
<p>Peach Property Group AG Peach Property Group AG operates as a developer in the field of residential property in the German-speaking region of Europe.</p>	<p>Selvaag Bolig ASA Selvaag Bolig ASA, together with its subsidiaries, engages in the development and sale of residential properties primarily in Norway and Sweden.</p>	<p>St. Modwen Properties PLC St. Modwen Properties PLC, through its subsidiaries, engages in the investment and development of commercial and residential land properties in the United Kingdom.</p>
<p>UBM Realitätentwicklung AG UBM Realitätentwicklung Aktiengesellschaft and its subsidiaries engage in the development, leasing, and sale of properties in Europe.</p>	<p>Youniq AG Youniq AG, together with its subsidiaries, owns, develops, operates, manages, and sells student and listed housing projects in Germany.</p>	
<p>Implenia AG Implenia AG operates as a construction and construction services company in Switzerland and internationally.</p>	<p>Orascom Development Holding AG Orascom Development Holding AG engages in the development of integrated towns in Egypt, Jordan, the United Arab Emirates, Oman, Switzerland, Morocco, Montenegro, the United Kingdom, and Romania.</p>	

Source: Capital IQ