

Fairness Opinion

ACRON Helvetia VII Immobilien AG

Évaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'achat d'ACRON Swiss Premium Assets AG portant sur les actions en circulation d'ACRON Helvetia VII Immobilien AG

Zurich, le 5 octobre 2016

Table des matières

Table des abréviations	3
1 Introduction.....	4
1.1 Contexte	4
1.2 Notre mission.....	5
1.3 Procédure.....	6
1.4 Sources.....	7
2 Description de l'entreprise.....	9
2.1 Marché immobilier.....	9
2.2 Structure de l'entreprise ACRON VII	10
2.3 Immeuble Portikon.....	11
2.4 Situation financière d'ACRON VII	12
3 Processus d'évaluation.....	13
3.1 Méthode d'évaluation	13
3.2 Méthode Discounted Cash Flow	14
3.3 Adjusted Net Asset Value (valeur d'inventaire nette ajustée).....	16
3.4 Trading Multiples	17
4 Evaluation	18
4.1 Evaluation DCF.....	18
4.2 Adjusted Net Asset Value (valeur d'inventaire nette ajustée).....	26
4.3 Analyse Trading Multiples.....	29
4.4 Analyse du cours de l'action	30
5 Appréciation.....	32
6 Annexe.....	34
6.1 Analyse bêta au 30 juin 2016	34
6.2 Analyse à l'aide de Multiples au 30 juin 2016.....	35

Table des abréviations

ACRON VII	ACRON Helvetia VII Immobilien AG
action	action nominative d'ACRON VII avec une valeur nominale de CHF 60.76
AG	Assemblée générale
aj.	ajusté
al.	alinéa
ANAV	Adjusted Net Asset Value (valeur d'inventaire nette ajustée)
art.	article
ASPA	ACRON Swiss Premium Assets AG
AXA	AXA Vie SA
CAPM	Capital Asset Pricing Model
cf.	confer
CHF	francs suisses
COPA	commission des OPA
DCF	Discounted Cash Flow
IFBC	IFBC AG
immeuble Portikon	immeuble commercial, Thurgauerstrasse 130, 8152 Opfikon-Glattbrugg
LBVM	Loi sur les bourses
NAV	Net Asset Value
NWC	Net Working Capital
OOPA	ordonnance sur les OPA
p.ex.	par exemple
pb	points de base
PRM	prime de risque de marché
resp.	respectivement
SA	Société anonyme
VWAP	Volume Weighted Average Price
WACC	Weighted Average Cost of Capital

1 Introduction

1.1 Contexte



ACRON VII est une société immobilière dont le seul actif est un immeuble de bureaux situé à Zurich-Opfikon.

ASPA a l'intention d'acquérir toutes les actions en circulation d'ACRON VII.

ACRON HELVETIA VII Immobilien AG («ACRON VII») est une société immobilière cotée à la BX Berne eXchange, dont le seul actif est l'immeuble de bureaux Portikon, situé dans la zone commerciale Glattpark à Zurich-Opfikon. L'immeuble, achevé en 2009, dispose d'une surface utile d'environ 18'800 m² qui est utilisée comme bureau, dépôt et à des fins gastronomiques.

Jusqu'à récemment, AXA Vie SA détenait 59.28% des actions nominatives («action») d'ACRON VII. Ce paquet d'actions a été vendu le 8 juin 2016 à ACRON Swiss Premium Assets AG (« ASPA») au prix de CHF 90.00 par action. A l'Assemblée générale («AG»), d'ACRON VII du 14 juin 2016, il a été décidé de réduire la valeur nominale du capital-actions de CHF 6.25 par action pour atteindre une valeur nominale de CHF 60.76 par action. Après ajustement pour tenir compte de la réduction de capital, le prix déterminant pour l'acquisition du paquet d'actions est de CHF 83.75.

Etant donné que, par l'acquisition du paquet d'actions, ASPA a dépassé le seuil de 33.33% des droits de vote, elle est tenue, selon l'art. 32 LBVM, de soumettre une offre à tous les autres actionnaires portant sur les actions en circulation. Selon le prospectus de l'offre du 5 octobre 2016, ASPA prévoit ainsi une offre publique d'achat portant sur tous les titres qui ne sont pas en sa possession, au prix de CHF 95.00 par action d'ACRON VII.

En cas d'offre d'achat, le Conseil d'administration de l'entreprise cible doit examiner l'offre et émettre une recommandation aux actionnaires. En cas d'offre publique d'achat, une Fairness Opinion est en général rédigée pour aider les administrateurs dans leur décision.

1.2 Notre mission

La présente Fairness Opinion évalue l'adéquation financière de l'offre publique d'achat au moment de l'annonce préalable.

IFBC est un Corporate Finance Advisor indépendant et elle est particulièrement qualifiée pour établir une Fairness Opinion selon l'OOPA.

IFBC AG ("IFBC") a été mandatée le 16 août 2016 par le Conseil d'administration d'ACRON VII pour procéder à une expertise sur l'adéquation financière de l'offre publique d'achat ("Fairness Opinion") portant sur ACRON VII au moment de la publication du prospectus d'offre.

Le destinataire de la Fairness Opinion est exclusivement le Conseil d'administration d'ACRON VII, qui se référera à la Fairness Opinion dans le cadre de sa prise de position sur l'évaluation de l'offre. La Fairness Opinion peut être intégralement publiée et mise à disposition des personnes intéressées. Il peut également y être fait référence dans le prospectus de l'offre du 5 octobre 2016.

Une utilisation de la Fairness Opinion pour un autre but que l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre est exclue. En particulier, la Fairness Opinion ne constitue pas une recommandation aux actionnaires du public d'accepter ou de refuser l'offre.

IFBC a établi cette Fairness Opinion en qualité de Corporate Finance Advisor indépendant et est rémunérée par des honoraires conformes au marché. IFBC ne reçoit aucune rémunération qui dépende des déclarations effectuées dans le rapport ou du succès de la transaction. IFBC confirme qu'en sa qualité d'évaluateur, elle est particulièrement qualifiée pour établir une Fairness Opinion au sens de l'art. 30 al. 6 OOPA et est indépendante de la société visée et des personnes agissant de concert avec elle.

En établissant la Fairness Opinion, IFBC a présumé que les informations fournies par ACRON VII étaient exactes et complètes. La Direction d'ACRON VII a confirmé qu'elle n'avait connaissance d'aucun fait ni d'aucune circonstance qui laisserait penser que les informations mises à disposition seraient trompeuses, inexactes ou incomplètes. La responsabilité d'IFBC se limite à l'évaluation et au contrôle de vraisemblance diligents et professionnels des informations mises à disposition (cf. paragraphe 1.4) et des calculs.

Cette Fairness Opinion a été envoyée au Conseil d'administration le 5 octobre 2016. La date de l'évaluation est le 4 octobre 2016.

Cette Fairness Opinion existe également en allemand.

1.3 Procédure

La présente évaluation de l'adéquation financière de l'offre d'ASPA soumise aux actionnaires restants d'ACRON VII se fonde sur les conclusions d'IFBC.

Les bases – qui figurent ci-dessous – de nos conclusions sont décrites plus précisément dans le présent rapport :

- Analyse de l'entreprise et des conditions actuelles du marché
- Évaluation de l'entreprise et détermination de la valeur par action sur la base des méthodes d'évaluation suivantes :
 - Méthode du Discounted Cash Flow («méthode DCF»)
 - Adjusted Net Asset Value (valeur d'inventaire nette ajustée) («ANAV»)
 - Méthode des Multiples
- Analyse du cours de l'action

L'évaluation de l'adéquation financière de l'offre d'ASPA aux actionnaires d'ACRON VII est effectuée sans prendre en compte les aspects fiscaux ou juridiques individuels des différents investisseurs. Par conséquent, seules des réflexions générales sur l'adéquation financière de l'offre valables pour tous les actionnaires du public sont possibles dans le cadre de cette Fairness Opinion.

IFBC n'a pas réalisé elle-même ou fait réaliser une estimation ou évaluation de l'immeuble de bureaux Portikon. Pour l'estimation de l'immeuble Portikon, IFBC s'est fondée sur les informations fournies par l'expert immobilier d'ACRON VII, la société Wüest & Partner AG («W&P»).

En outre, nous partons du principe, dans le présent rapport d'évaluation, que le *statu quo* sera maintenu en ce qui concerne le déroulement des activités et la cotation d'ACRON VII. Par conséquent, le rapport ne contient pas d'affirmation sur l'évolution de la valeur [de l'entreprise] en cas de décotation de l'action de la BX Berne eXchange ou de vente de l'immeuble Portikon.

1.4 Sources

Notre évaluation est basée sur l'analyse des sources suivantes :

- Prospectus de l'offre du 5 octobre 2016
- Rapports annuels 2014 et 2015 révisés d'ACRON VII établis selon les normes Swiss GAAP RPC
- Comptes semestriels 2016 non révisés d'ACRON VII établis selon les normes Swiss GAAP RPC (au 16 août 2016)
- Rapport d'évaluation de W&P au 30 juin 2016 relatif à l'immeuble commercial Portikon
- Contrat de vente d'actions conclu par AXA et ASPA du 8 juin 2016
- Procès-verbaux des réunions du Conseil d'administration d'ACRON VII dès janvier 2015
- Extrait du registre du commerce concernant ACRON VII au 5 octobre 2016
- Contrat de services conclu par ACRON AG et ACRON VII du 7 février 2014
- Procès-verbaux des AG des 28 mai 2015 et 14 juin 2016
- Données financières et des marchés des capitaux d'une sélection de sociétés d'investissement comparables (source : Bloomberg)
- Autres informations accessibles au public

De plus, des discussions ont eu lieu avec les personnes suivantes :

- M. Kai Bender, Président du Conseil d'administration d'ACRON VII
- M. Peer Bender, Chief Financial Officer du groupe ACRON
- M. Lukas Jegher, Chief Financial Officer d'ACRON VII
- M. Kai Brunko, Director Asset Management d'ACRON VII
- M. Christoph Axmann, Directeur auprès de W&P

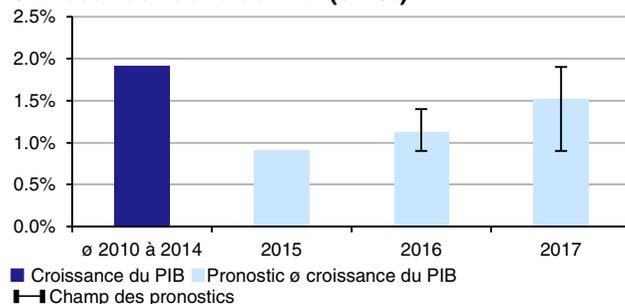
2 Description de l'entreprise

2.1 Marché immobilier

LIBOR CHF 3 mois et rendement des obligations de la Confédération suisse à 10 ans (en %)



Croissance réelle du PIB (en %)



Source : IFBC : Economic Update 08/2016.

La demande constante en placements, causée par les taux d'intérêt extrêmement bas ou négatifs et les prévisions de rendement à moyen terme pour les obligations fédérales suisses (cf. graphique ci-dessus, à gauche), augmente l'attractivité des placements à revenus sûrs, ce qui a entraîné une fuite vers les investissements dans les espaces de bureaux *prime* qui disposent de contrats de bail à long terme et assurés. Cela est reflété par la diminution des rendements initiaux générés par les immeubles de bureaux, passés de 3.0% au niveau historiquement bas de 2.5%. En revanche, les investisseurs se montrent plus réservés à l'égard des immeubles de bureaux situés à des emplacements moins attractifs, car les prix de ce type d'immeuble n'ont pas changé au cours des dernières années.¹

A titre indicatif de l'évolution de la demande sur le marché des immeubles de bureaux, on peut se référer à la progression de l'emploi. Etant donné les prévisions conjoncturelles peu optimistes (cf. deuxième graphique à gauche), la progression de l'emploi espérée s'est tout d'abord fait attendre.² Du côté de l'offre, on s'attend à une activité de construction nettement moins intense qu'au cours des dernières années³, ce qui laisse prévoir une stabilisation progressive des logements vacants et des loyers.

Dans la région de Zurich, l'offre et la demande sont actuellement équilibrées. Après que les loyers ont connu une diminution significative fin 2012, les prix demeurent au même niveau depuis lors. Dans la ville de Zurich, une diminution des logements vacants a été enregistrée pour la première fois depuis 2012, si bien que la tendance à une augmentation

¹ UBS : UBS Real Estate Focus, 14 janvier 2016, p. 26 et 29.

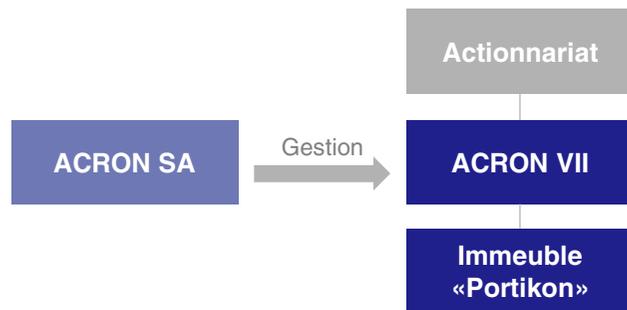
² CS : Immobilienmonitor Schweiz, 2e trimestre 2016, 24 mai 2016, p. 13.

³ W&P : Immobilienmarkt Schweiz 2016/3, 5 août 2016, p. 4.

des taux de vacance a été interrompue. Cela devrait également avoir un effet de stabilisation sur le marché de l'immobilier à Zurich.⁴

2.2 Structure de l'entreprise ACRON VII

Organisation d'ACRON VII



Source : ACRON VII.

ACRON VII est une société immobilière cotée à la BX Berne eXchange depuis octobre 2011. Elle a été fondée à Genève en 2008 et a transféré son siège à Zurich en avril 2009. Son unique actif est l'immeuble de bureaux Portikon situé dans la zone commerciale Glattpark à Zurich-Opfikon. La gestion de l'immeuble Portikon ainsi que d'autres activités, notamment liées à la cotation, sont assurées par ACRON AG et sont réglées dans le contrat de services du 7 février 2014 conclu par ACRON AG et ACRON VII.

⁴ UBS : UBS Real Estate Focus, 14 janvier 2016, p. 28.

2.3 Immeuble Portikon

Immeuble Portikon



Source : ACRON VII.

Emplacement



Source : IFBC.

L'immeuble achevé en septembre 2009 et construit sur une parcelle d'environ 6'622 m² se trouve à Glattpark, Zurich-Opfikon. Au moment de l'achèvement, l'immeuble Portikon était le plus grand immeuble à basse consommation d'énergie qui ait été construit selon les exigences de la norme Minergie-P®. L'immeuble de bureaux conçu dans le style d'un atrium comprend au total une surface de 18'800 m². La conception de l'espace intérieur prévoit une surface librement divisible de 10'500 m² au maximum, qui permet de former des bureaux individuels fermés ou des bureaux en espace ouvert. Les façades externes et internes sont principalement en verre. En tant que de besoin, toutes les fenêtres peuvent être revêtues de stores automatiques. L'immeuble Portikon s'est vu récompensé, en septembre 2012, de l'International Property Award Europe 2012 dans la catégorie «Office Development».

Un total de cinq locataires occupe l'immeuble. Les deux locataires principaux, Baxter Healthcare S.A. Et Takeda Pharmaceuticals International GmbH sont actifs dans l'industrie pharmaceutique et la technique médicale et louent à eux deux plus de 90% de la surface à louer disponible jusqu'en 2019. Dans le tableau figurant ci-dessous, les locataires de l'immeuble Portikon sont énumérés.

Locataires	Branche	Fin du contrat	Part de la surface à louer
Baxter Healthcare S.A.	Pharmaceutique / Technique médicale	31.10.19	45.94 %
Takeda Pharmaceuticals International GmbH	Pharmaceutique	31.12.19	44.71 %
Graf Z AG	Gastronomie	30.09.19	5.35 %
HOCHTIEF Development Schweiz AG	Construction	31.05.18	3.15 %
SPIE Suisse SA	Facility Management	31.01.17	0.85 %

Source : W&P : Estimation de l'immeuble au 30 juin 2016.

2.4 Situation financière d'ACRON VII

Chiffres-clé du compte de résultat et du bilan d'ACRON VII

Compte de résultat (en millions CHF)	12/2014	12/2015	06/2016
Revenus locatifs nets	7.95	7.92	3.95
Frais de gestion	(1.54)	(1.54)	(0.83)
<i>dont charges de l'immeuble</i>	(0.89)	(0.92)	(0.48)
Résultat d'exploitation	6.93	6.05	2.18
Résultat financier	(2.04)	(1.69)	(0.83)
Bénéfice	4.04	3.58	1.19

Bilan (en millions CHF)	12/2014	12/2015	06/2016
Terrain et constructions	144.43	143.20	141.82
Total fonds étrangers	90.24	90.35	88.40
Total fonds propres	56.72	56.86	58.05
Total du bilan	146.96	147.21	146.44
NAV par action (avant impôts latents, en C	115.40	114.83	116.26

Source : ACRON VII.

Au cours de l'exercice 2015, les revenus locatifs nets se sont élevés à environ CHF 7.9 millions, ce qui constitue un recul d'environ 0.4% par rapport à l'année précédente. Au cours du premier semestre 2016, les revenus locatifs nets ont également diminué de -1.5% par rapport au premier semestre 2015. Les frais de gestion ont connu une progression stable au cours des années 2014 et 2015, les charges de l'immeuble incluses dans les frais précités peuvent être répercutées, pour la plus grande partie, sur les locataires. Le résultat financier, c'est-à-dire les charges financières, a diminué en 2015, ce qui s'explique partiellement par le remboursement de tranches d'un prêt et la suppression de paiements d'intérêts qui s'en est suivi.

Dans l'ensemble, en 2015, tant le résultat d'exploitation que le bénéfice, de CHF 6.0 millions et CHF 3.6 millions respectivement, sont inférieurs à ceux de l'année précédente.

La valeur du terrain et des constructions a diminué avec le temps; à la mi-2016, celle-ci s'élevait à CHF 141.8 millions. La part de fonds propres s'élevait à environ 40% en 2014 et 2015. Fin 2015, un rendement des fonds propres de 6.3% a pu être obtenu, ce qui représente un recul d'environ 80pb par rapport à l'année précédente.

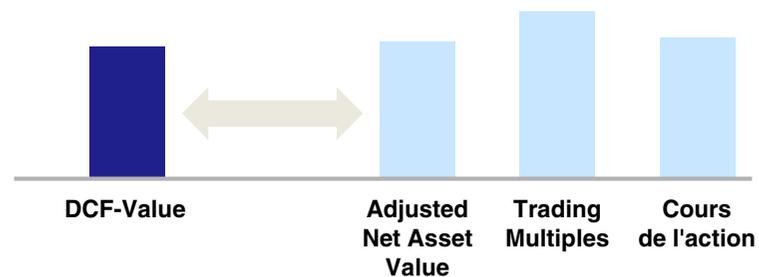
La Net Asset Value avant impôts latents s'élevait à la mi-2016 à CHF 116.3.

3 Processus d'évaluation

3.1 Méthode d'évaluation

Pour l'évaluation d'ACRON VII, nous nous basons principalement sur la méthode DCF, conformément à la «Best Practice» actuelle. De plus, l'Adjusted Net Asset Value d'ACRON VII a été calculée. Nous avons en outre appliqué la méthode des Trading Multiples et procédé à des analyses du cours de l'action.

Pour examiner l'adéquation financière de l'offre publique d'achat d'ASPA, nous calculons la valeur par action d'ACRON VII. A cet effet, la valeur d'ACRON VII au 4 octobre 2016 est tout d'abord déterminée sur la base de la méthode du Discounted Cash Flow. D'éventuelles synergies ne sont pas prises en compte dans l'évaluation (évaluation «Stand Alone»). La valeur des fonds propres qui en résulte est ensuite divisée par le nombre d'actions en circulation pour obtenir la valeur par action d'ACRON VII. Puis la valeur par action obtenue est vérifiée quant à sa plausibilité à l'aide des évaluations effectuées sur la base de l'Adjusted Net Asset Value et de Trading Multiples. Enfin, la liquidité de l'action d'ACRON VII est analysée et le cours de l'action est comparé avec la valeur par action obtenu par l'analyse DCF, à l'aide de l'ANAV ainsi que de l'évaluation fondée sur les Multiples.



3.2 Méthode Discounted Cash Flow

Choix de la méthode

Pour évaluer ACRON VII, la méthode DCF, reconnue en théorie et en pratique, est appliquée en priorité. La méthode DCF est basée sur le principe de théorie financière selon lequel la valeur d'un actif ou d'une entreprise résulte des excédents de ressources librement disponibles (les «Free Cash Flows»), escomptés, attendus à l'avenir. La méthode DCF est ainsi une méthode d'évaluation axée sur l'avenir.

Détermination des Free Cash Flows jusqu'à juin 2026

Dans un premier temps, les Free Cash Flows attendus à l'avenir sont pronostiqués pour la période du 1er juillet 2016 au 30 juin 2026 dans le cadre d'une planification détaillée, sur la base de l'évaluation de l'immeuble Portikon réalisée par W&P et des comptes annuels 2015. Lors d'une deuxième étape, une valeur finale (Terminal, resp. Residual Value) est calculée pour déterminer la part de valeur qui correspond à la période de juillet 2026 à juin 2116.⁵

Tant les Free Cash Flows de la période visée par la planification que la valeur finale déterminée sont ensuite escomptés sur la base du coût moyen pondéré du capital («Weighted Average Cost of Capital», «WACC») au 30 juin 2016. Des valeurs actuelles déterminées de cette façon résultent la valeur dite «opérationnelle» de l'entreprise.

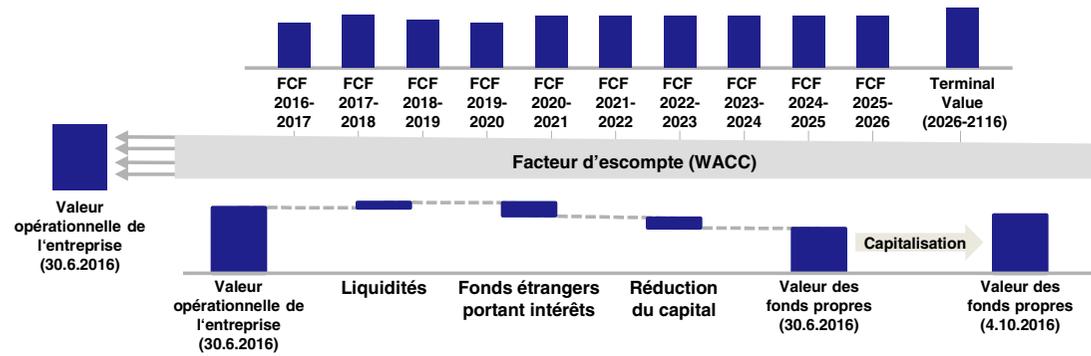
Composantes de la valeur de l'entreprise

Par la suite, on additionne la valeur des liquidités au 30 juin 2016 à la valeur opérationnelle de l'entreprise. De la valeur brute de l'entreprise obtenue, on soustrait la valeur des fonds étrangers portant intérêts, la valeur actuelle des obligations fiscales latentes ainsi que les sommes versées en raison de la réduction du capital.⁶ On obtient la valeur de marché des fonds propres au 30 juin 2016. Pour aboutir à la valeur au 4 octobre 2016, cette valeur de marché est capitalisée pour ces trois mois à l'aide du WACC.

⁵ Lors de l'évaluation d'un bien immobilier, on présume habituellement que sa durée de vie est limitée à 100 ans à compter du moment de l'évaluation. Etant donné qu'ACRON VII ne détient qu'un seul immeuble, seuls les Cash Flows des 100 ans à venir qui sont compris dans la Terminal Value sont pris en compte pour l'évaluation de l'entreprise également.

⁶ La réduction de la valeur nominale par titre a été décidée à L'AG du 14 juin 2016 et inscrite au Registre du commerce le 23 août 2016. Par conséquent, la valeur nominale de la réduction de capital du 23 août 2016 doit être escomptée au 30 juin 2016 au moyen du taux d'intérêt sans risque. En raison des taux d'intérêt très bas et de la courte durée de la période en question, nous avons renoncé cette opération d'escompte en l'espèce.

Le graphique suivant synthétise le processus de calcul de la valeur des fonds propres :



La valeur d'une action est obtenue par la division de la valeur des fonds propres par le nombre d'actions en circulation.

3.3 Adjusted Net Asset Value (valeur d'inventaire nette ajustée)

Le calcul de l'ANAV constitue une méthode basée sur la valeur intrinsèque qui est utilisée pour la vérification de la plausibilité de l'évaluation DCF.

Les résultats de l'évaluation DCF sont ensuite vérifiés quant à leur plausibilité sur la base de l'ANAV d'ACRON VII.

L'ANAV est une méthode basée sur la valeur intrinsèque. La valeur intrinsèque ou Net Asset Value («NAV») correspond à la valeur des fonds propres qui résulte de la somme des actifs d'une entreprise, après déduction des fonds étrangers. Pour déterminer l'ANAV, toutes les valeurs du bilan sont ainsi vérifiées quant à la possibilité d'une revalorisation ou dévalorisation et ajustées en conséquence lorsque c'est nécessaire. Dans le cas d'ACRON VII, il s'agit en particulier d'ajustements en raison de la réduction du capital ainsi que liés aux obligations fiscales latentes et à la valeur de marché des dettes financières.

La valeur intrinsèque d'ACRON VII est pour l'essentiel définie par la valeur de l'immeuble Portikon. Pour évaluer la valeur de l'immeuble, seuls les revenus et les charges liés à l'immeuble Portikon sont pris en compte et pertinents. Les autres charges d'ACRON VII, qu'elle encourt notamment en raison de la cotation de l'action et de la société ne sont donc reflétées ni dans la valeur de l'immeuble ni dans les fonds propres d'ACRON VII. Pour cette raison, en sus des ajustements décrits ci-dessus, la valeur actuelle des autres frais de la société qui peuvent être attendus à l'avenir (dépenses futures escomptées), est également prise en compte lors de la détermination de l'ANAV.

L'ANAV obtenu au 30 juin 2016 est ensuite à nouveau capitalisée à la date de référence de l'évaluation, le 4 octobre 2016, et divisée par le nombre d'actions en circulation.

3.4 Trading Multiples

Pour l'évaluation sur la base de Trading Multiples, nous nous basons sur la capitalisation boursière d'entreprises cotées comparables.

A titre de vérification supplémentaire de la plausibilité de l'évaluation DCF, la valeur par action est également calculée par la méthode des Trading Multiples.

Lors de l'évaluation sur la base de Trading Multiples, la valeur par action est déterminée par le biais de données du marché d'entreprises cotées en bourse comparables. A titre d'entreprises de comparaison, des sociétés immobilières suisses cotées en bourse dont le portefeuille immobilier est formé principalement d'immeubles commerciaux ont été choisies et réunies dans un Peer Group. A cet effet, seules ont été prises en compte des entreprises dont les actions sont suffisamment liquides et dont les données de marché sont ainsi pertinentes.⁷

Pour déterminer les Multiples au 30 juin 2016, les Net Asset Values avant et après impôts sont collectées. Ces valeurs sont ensuite comparées au cours de l'action respectif au 30 juin 2016. La moyenne des Multiples du Peer Group calculés de cette façon est utilisée pour déterminer la valeur des fonds propres d'ACRON VII. A cet effet, la valeur moyenne est multipliée par la NAV au 30 juin 2016 avant et après impôts, ajustée à hauteur de la réduction du capital. La valeur des fonds propres au 4 octobre 2016 est ensuite capitalisée. La division de la valeur des fonds propres au 4 octobre 2016 qui en résulte par le nombre des actions en circulation donne la valeur d'une action.

⁷ Une liste détaillée des entreprises du Peer Group utilisées pour l'analyse Trading Multiples figure en annexe.

4 Evaluation

4.1 Evaluation DCF

4.1.1 Présomptions relatives au Free Cash Flow

L'estimation des Free Cash Flows réels est basée sur l'évaluation de l'immeuble réalisée par W&P et les comptes historiques d'ACRON VII et a été contrôlée et vérifiée quant à sa plausibilité par IFBC.

Chiffres-clé du Business Plan d'ACRON VII

en millions CHF	Chiffre actuel		Pronostic	
	2014	2015	07/2016-06/2017	Durable (réel)
Revenus locatifs nets attendus			7.89	6.56
Taux de vacance			0.0%	5.0%
Revenus locatifs nets¹⁾	7.95	7.92	7.89	6.23
Frais liés à l'exploitation et à l'entretien de Portikon ²⁾			(0.17)	(1.21)
Autres frais d'ACRON VII ³⁾			(0.63)	(0.63)
Total frais¹⁾	(0.65)	(0.63)	(0.79)	(1.84)
Rendement net¹⁾	7.31	7.30	7.10	4.39
Taux d'imposition	20.34%	20.46%	20.46%	20.46%
NWC en % des revenus locatifs nets	-25.97%	-42.70%	-40.00%	-40.00%

1) hors charges répercutables et réévaluation des immeubles

2) hors assurance et frais de gestion Portikon

3) y compris assurance et frais de gestion Portikon

Source : IFBC.

Base du pronostic de Free Cash Flow

Les présomptions quant aux revenus locatifs et aux frais liés directement à l'immeuble pour la période de juillet 2016 à juin 2026, ainsi que quant à la Terminal Value (juillet 2026 à juin 2116) se basent sur l'estimation immobilière réalisée par W&P au 30 juin 2016. IFBC a contrôlé cette évaluation immobilière de manière indépendante et vérifié sa plausibilité. Pour le pronostic des autres frais de la société ainsi que pour la planification de l'actif circulant net («Net Working Capital», «NWC») d'ACRON VII, nous nous sommes basés sur les comptes historiques d'ACRON VII.

Dans le cadre de l'estimation immobilière de W&P, les Free Cash Flows sont pronostiqués sur une base réelle, raison pour laquelle nous nous basons également sur les Free Cash Flows réels.

Evolution des revenus locatifs nets

Conformément à l'évolution des revenus locatifs nets au cours des années 2014 et 2015, nous présumons qu'une légère réduction des revenus locatifs nets aura lieu pendant la période de juillet 2016 à juin 2017. Les revenus locatifs réels attendus se réduisent de manière durable de CHF 7.9 millions à CHF 6.6 millions. En présumant un taux de vacance durable de 5.0%, on aboutit à des revenus locatifs nets réels à long terme de CHF 6.2 millions.

Evolution du total des frais

Les frais d'ACRON VII se composent de frais liés à l'exploitation et l'entretien de l'immeuble Portikon et d'autres frais de la société encourus en raison de la cotation de la société en bourse. Dans les comptes historiques, ces deux postes de frais ne sont pas indiqués séparément. Nous partons du principe que les frais liés à l'exploitation et à l'entretien de l'immeuble Portikon s'élèvent à environ CHF 0.2 million pour l'année 2016/17. Les frais durables s'élèvent à CHF 1.2 millions. La différence par rapport aux frais 2016/17 est due en particulier à la prise en compte d'une annuité pour les frais de rénovation au cours de la période de durabilité.

Autres présomptions

Les présomptions quant au taux d'imposition et du NWC se basent sur les comptes annuels 2015.

4.1.2 Coût de capital

Etant donné que les Free Cash Flows ont été pronostiqués sur une base réelle, ils sont escomptés sur la base d'un WACC réel.

Dans le cadre de l'évaluation DCF, les Free Cash Flows futurs sont escomptés au 30 juin 2016 en appliquant un coût moyen du capital qui tient compte du risque. Lors de l'estimation d'ACRON VII, nous appliquons l'Entity Approach⁸, pour laquelle le coût moyen pondéré du capital («WACC») doit être utilisé pour l'escompte. Etant donné que les Free Cash Flows ont été pronostiqués sur une base réelle, un WACC réel est utilisé pour procéder à l'escompte. Celui-ci est déterminé en partant d'un WACC nominal, en tenant compte de l'inflation attendue. Les composantes du WACC sont décrites brièvement ci-dessous.

⁸ Dans le cadre de l'Entity Approach, les Free Cash Flows sont escomptés à l'attention des bailleurs de fonds propres et fonds étrangers à l'aide du WACC à la date de référence de l'évaluation et la valeur brute de l'entreprise est ainsi déterminée. Pour calculer la valeur des fonds propres, les fonds étrangers sont déduits de ce chiffre. En revanche, dans le cadre de l'Entity Approach, la valeur des fonds propres est calculée directement à l'attention des bailleurs de fonds propres en appliquant le coût moyen des fonds propres.

Pour déterminer le coût moyen des fonds propres, nous nous basons sur le Capital Asset Pricing Model («CAPM»), qui est reconnu en théorie et en pratique. Le CAPM se base sur la corrélation formelle suivante :

Formule 1 $k_{EK} = r_f + \beta \times (r_M - r_f)$

où :

k_{EK} = coût moyen des fonds propres

r_f = taux d'intérêt sans risque

β = facteur bêta comme mesure du risque systématique des fonds propres

r_M = rendement du portefeuille du marché

Les paramètres essentiels pour la détermination du coût moyen des fonds propres sont décrits ci-dessous.

Taux d'intérêt sans risque

Taux d'intérêt sans risque : 2.00%

Le niveau des taux d'intérêt actuel est extrêmement et inhabituellement bas en comparaison historique. On constate même l'existence de taux réels négatifs actuellement. D'un point de vue économique, la présomption de l'existence de taux réels négatifs n'est pas judicieuse à long terme lors de l'évaluation d'une entreprise. Nous utilisons donc, dans le contexte actuel, une valeur minimum de 2.00% comme base du taux d'intérêt sans risque d'ACRON VII. De cette façon, nous prenons en compte une rémunération minimum réelle de 1.00% plus une estimation de l'inflation à long terme en Suisse de 1.00%⁹.

⁹ IMF : World Economic Outlook, avril 2016.

Facteur bêta apuré des dettes : 0.40, facteur bêta avec dettes : 0.88

Facteur bêta apuré des dettes

Selon le CAPM, le risque systématique et non diversifiable d'une action est représenté par le facteur dit «bêta» de l'action. Le facteur bêta (β) est une valeur statistique, qui reflète la corrélation entre le rendement d'une action et l'évolution du rendement sur le marché des actions. L'obtention du bêta a lieu au moyen d'une régression linéaire par laquelle le rendement de l'action d'une entreprise est comparé au rendement du marché. La quantification a lieu dans ce contexte sur la base de valeurs historiques. En présence d'un facteur bêta de 1.0, le risque systématique du titre considéré correspond à un portefeuille de marché bien diversifié.

Lors de la détermination du facteur bêta pour ACRON VII, nous nous basons sur le bêta apuré des dettes d'un Peer Group.¹⁰ De cette façon, le risque commercial d'ACRON VII est déterminé sur la base de plusieurs entreprises de comparaison et repose donc sur une large base. Nos calculs aboutissent à un facteur bêta apuré des dettes arrondi de 0.40.

En tenant compte d'une structure du capital avec 40% de fonds propres et 60% de fonds étrangers (Net Debt) ainsi que d'un taux d'imposition de 20.46%, on obtient un bêta avec dettes de 0.88.

Prime de risque de marché : 5.00%

Prime de risque de marché

La prime de risque de marché («PRM») désigne le rendement supplémentaire du portefeuille de marché (en %) par rapport à un placement sans risque. La PRM correspond ainsi au rendement supplémentaire attendu par les investisseurs en tenant compte du risque par rapport à un placement sans risque. Pour l'évaluation d'ACRON VII, une PRM durable de 5.00% est présumée, en cohérence avec le taux d'intérêt durable sans risque calculé.

¹⁰ Pour plus de détails sur l'analyse du Peer Group, cf. annexe.

Size Premium : néant

Size Premium

Les recherches théoriques et empiriques¹¹ parviennent à la conclusion que les petites entreprises présentent des coûts moyens de fonds propres nettement plus élevés que les entreprises comparables plus grandes. Par conséquent, lors de la détermination du coût moyen des fonds propres de petites sociétés industrielles, une «Size Premium» est souvent prise en compte en sus des paramètres CAPM de base. Lors de la détermination des coûts du capital pour les immeubles en général et pour les sociétés immobilières en particulier, on ne tient pas compte en pratique d'une Size Premium,¹² raison pour laquelle nous renonçons également à l'application d'une Size Premium.

Coût moyen des fonds propres : 6.39%

Coûts des fonds propres

En tenant compte des paramètres décrits ci-dessus, on obtient un coût moyen des fonds propres de 6.39%.

Coût moyen des fonds étrangers après impôts :
1.99%

Coût des fonds étrangers

La durée moyenne des prêts d'ACRON VII pondérée selon leur valeur nominale s'élevait au moment de la conclusion du contrat à environ 5.5 ans. La durée résiduelle moyenne des prêts est actuellement de 2.3 ans. La durée des fonds étrangers se situe ainsi bien au-dessous de la durée moyenne de 10 ans qui est présumée pour les Cash Flows à l'attention des bailleurs de fonds propres. Etant donné que le taux d'intérêt sans risque est plus bas pour les durées plus courtes que pour les durées plus longues, nous nous basons, pour la détermination du coût moyen des fonds étrangers, sur un taux d'intérêt sans risque inférieur de 50pb à celui que nous avons utilisé pour le calcul du coût moyen des fonds propres. En tenant compte d'une marge supplémentaire de 100pb qui correspond aux conditions actuelles de crédit d'ACRON II, on obtient ainsi un coût moyen des fonds étrangers de 2.50%. En raison de la déductibilité fiscale des charges d'intérêts, cette valeur est ajustée sur la base du taux d'imposition moyen effectif de 20.46%. Il en résulte un coût moyen des fonds étrangers après impôts de 1.99%.

¹¹ Fama, E. F./French, K. R. : The Cross-Section of Expected Stock Returns, in : The Journal of Finance, juin 1992, p. 427-465.

¹² Duff & Phelps écrivent à ce sujet : „Valuation analysts should not use Risk Premium's Size Study results to estimate cost of equity for a financial services company. Financial services companies include companies in finance, insurance, or real estate.”, Duff & Phelps : 2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, John Wiley & Sons, Hoboken New Jersey 2016, p. 7-4.

Structure du capital : 40% de fonds propres, 60% de fonds étrangers

WACC réel d'ACRON VII : 2.70%

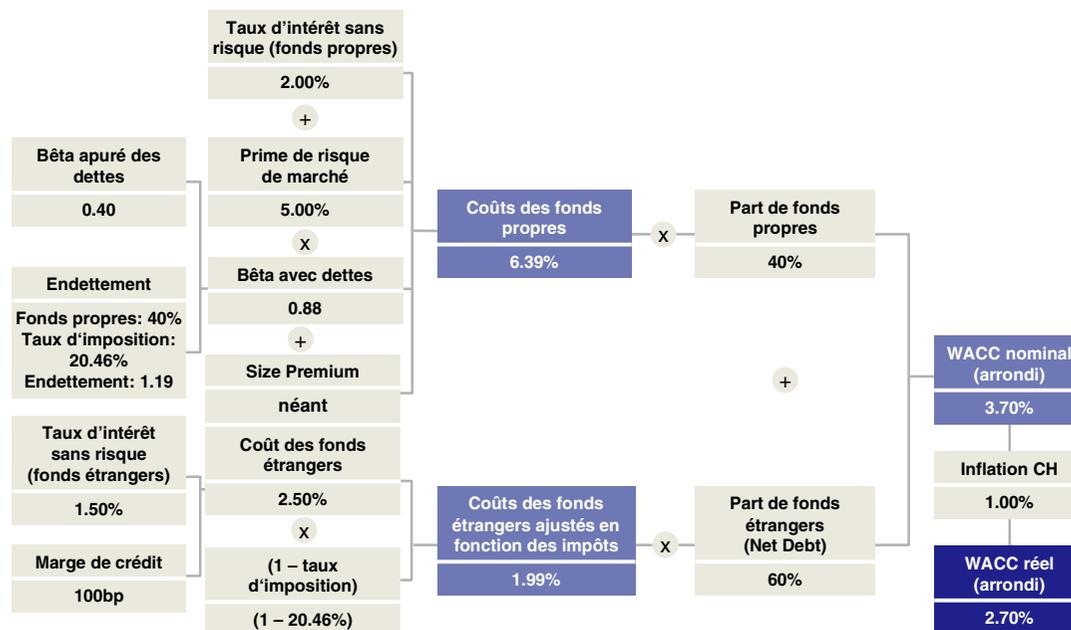
Structure du capital

Sur la base de la structure actuelle du capital d'ACRON VII à la valeur de marché, une structure du capital formée de 40% de fonds propres et de 60% de fonds étrangers a été définie.

Coût moyen pondéré réel de l'ensemble du capital (WACC)

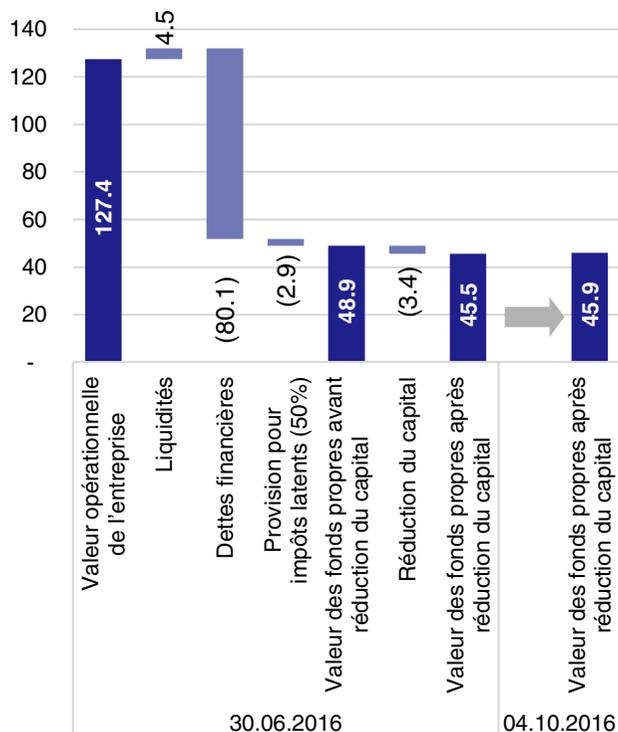
Des coûts moyens des fonds propres et des fonds étrangers pondérés conformément à la structure du capital, il résulte un WACC nominal de 3.70%. En tenant compte de l'inflation durable de 1.00% prévue pour la Suisse, on obtient ainsi un WACC réel de 2.70%, soit inférieur de 1%.

L'illustration figurant ci-dessous synthétise les paramètres individuels du WACC réel :



4.1.3 Résultats de l'évaluation

Détermination de la valeur des fonds propres (en millions CHF)



Source : IFBC.

Détermination de la valeur des fonds propres

L'escompte des Free Cash Flows réels futurs à l'aide d'un WACC réel de 2.7% conduit à une valeur opérationnelle de l'entreprise au 30 juin 2016 de CHF 127.4 millions. On y additionne les liquidités au 30 juin 2016 de CHF 4.5 millions. Ensuite, les dettes portant intérêts au 30 juin 2016, s'élevant à CHF 80.1 millions, sont déduites. En outre, la valeur actuelle de la provision pour impôts latents est déduite.¹³ Puis les fonds utilisés pour la réduction de la valeur nominale par action à hauteur de CHF 6.25, qui s'élèvent à CHF 3.4 millions, sont soustraits. On aboutit à une valeur des fonds propres au 30 juin 2016 de CHF 45.5 millions.

Pour déterminer la valeur des fonds propres au 4 octobre 2016, la valeur des fonds propres au 30 juin 2016 est capitalisée à l'aide du WACC nominal de 3.7%. La valeur calculée des fonds propres au 4 octobre 2016 s'élève à CHF 45.9 millions.

Détermination de la valeur par action

Le 4 octobre 2016, 550'000 actions sont en circulation.¹⁴ ACRON VII ne détient pas d'actions propres actuellement. En outre, aucune option de collaborateur ou d'instrument analogue n'est actuellement en circulation. La valeur des fonds propres au 4 octobre 2016 doit par conséquent être divisée par le nombre d'actions. On aboutit à une valeur par action de CHF 83.5.

¹³ Etant donné que nous ne pouvons estimer actuellement si et quand l'impôt sur la plus-value immobilière lié à la vente éventuelle de l'immeuble sera dû, la provision est pondérée à hauteur de 50%.

¹⁴ Source : Registre du commerce de Zurich, 5 octobre 2016.

Analyse de sensibilité de la valeur par action

		Taux de vacance				
(en CHF)		6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%
WACC réel	2.60%	87.0	88.6	90.2	91.8	93.4
	2.65%	83.7	85.2	86.8	88.4	89.9
	2.70%	80.4	81.9	83.5	85.0	86.5
	2.75%	77.2	78.7	80.2	81.7	83.3
	2.80%	74.1	75.6	77.0	78.5	80.0

		Taux de vacance				
(en CHF)		6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%
Delta autres frais de la société	-10.00%	82.7	84.1	85.5	86.9	88.3
	-5.00%	81.5	83.0	84.5	85.9	87.4
	0.00%	80.4	81.9	83.5	85.0	86.5
	5.00%	79.2	80.8	82.4	84.1	85.7
	10.00%	78.0	79.7	81.4	83.1	84.8

Source : IFBC.

Analyse de sensibilité

Dans les tableaux à gauche, la valeur par action est soumise à une analyse de sensibilité. Dans ce cadre, des paramètres importants de l'évaluation DCF sont modifiés.

En raison du coût moyen du capital (WACC réel) comparativement très bas, la valeur par action est très sensible à une modification correspondante du WACC. En outre, l'utilisation des fourchettes de sensibilité habituelles n'est pas judicieuse lorsque la valeur de départ du WACC est basse. Par conséquent, nous utilisons une sensibilité du WACC de ± 10 pb seulement.

Une modification de la présomption concernant le taux de vacance à l'expiration des contrats de bail actuels influe également sur la valeur de l'action d'ACRON VII, les fluctuations étant toutefois moins fortes que pour le WACC réel.

Les frais qui s'ajoutent aux charges directes pour l'entretien et la gestion de l'immeuble Portikon constituent un élément essentiel qui explique la différence entre le résultat de l'évaluation DCF et la NAV. Si les autres frais d'ACRON VII étaient présumés plus bas, la valeur de l'action serait d'autant plus élevée.

Pour définir la marge de fluctuation de la valeur, le taux de vacance a été modifié de ± 100 pb, le WACC réel de ± 10 pb et les autres frais d'ACRON VII de $\pm 10\%$, en qualité de paramètres opérationnels à proprement parler. Il en résulte une marge de fluctuation de la valeur de l'action d'ACRON VII de CHF 74.1 à CHF 93.4, resp. de CHF 78.0 à CHF 88.3.



Conclusions

- La méthode DCF est considérée comme la «Best Practice» en matière d'évaluation d'entreprise.
- Les Free Cash Flows réels d'ACRON VII ont été obtenus sur la base de l'évaluation de l'immeuble réalisée par W&P ainsi que des comptes historiques d'ACRON VII.
- Pour déterminer la valeur d'entreprise d'ACRON VII, un WACC réel de 2.7% a été appliqué.
- L'évaluation DCF aboutit à une valeur par action d'ACRON VII de CHF 83.5.
- L'analyse de sensibilité au taux de vacance et au WACC conduit à une marge de fluctuation de la valeur de l'action de CHF 74.1 à CHF 93.4.
- La modification du taux de vacance et des autres frais de la société conduit à une marge de fluctuation de la valeur de l'action de CHF 78.0 à CHF 88.3.

4.2 Adjusted Net Asset Value (valeur d'inventaire nette ajustée)

Pour calculer l'ANAV, les fonds propres d'ACRON VII sont ajustés sur la base des éléments suivants :

1. Réduction de la valeur nominale par titre de CHF 6.25.
2. Ajustement relatif à la provision pour impôts latents
3. Différence entre la valeur de marché et la valeur comptable des dettes financières
4. Valeur actuelle des autres frais d'ACRON VII

A titre de vérification supplémentaire de la plausibilité de l'évaluation DCF, l'ANAV est également calculée et examinée plus en détail.

Dans ce cadre, nous nous fondons sur la NAV d'ACRON VII au 30 juin 2016 et l'ajustons sur la base des éléments suivants :

Réduction de la valeur nominale par titre de CHF 6.25.

La réduction de la valeur nominale par action de CHF 67.01 à CHF 60.76, décidée lors de l'AG du 14 juin 2016 et réalisée le 23 août 2016, a réduit les fonds propres d'ACRON VII de CHF 3.4 millions au total. Il en résulte une valeur des fonds propres après réduction du capital de CHF 54.6 millions.

Détermination de l'ANAV par action

Adjusted Net Asset Value		30.06.2016
en millions CHF		
Total fonds propres avant réduction du capital		58.05
1 Réduction de la valeur nominale		(3.44)
Total fonds propres après réduction du capital		54.61
2 Provision pour impôts latents aj.		2.95
3 Δ Valeur de marché vs. Valeur comptable fonds étrangers après impôts		(1.73)
4 Valeur actuelle des autres frais d'ACRON VII		(11.08)
ANAV au 30.6.2016		44.74
ANAV au 4.10.2016		45.17
Nombre d'actions		550'000
ANAV par action au 4.10.2016 en CHF		82.1

Source : IFBC.

Ajustement relatif à la provision pour impôts latents

Pour le calcul de la valeur des fonds propres d'ACRON VII, la valeur comptable totale de la provision pour impôts latents est déduite. Comme déjà exposé au paragraphe 4.1.3, nous ne savons pas si, et le cas échéant, quand l'immeuble sera vendu et l'impôt sur la plus-value correspondant sera dû. Par conséquent, lors du calcul de l'ANAV, nous n'avons également pris compte de la provision pour impôts latents qu'à hauteur de 50%, raison pour laquelle cette valeur est additionnée aux fonds propres après réduction du capital.

Différence entre la valeur de marché et la valeur comptable des dettes financières

Les taux d'intérêts fixes convenus pour les dettes financières d'ACRON VII sont actuellement plus élevés que les taux d'intérêts du marché. Par conséquent, la valeur de marché des dettes financières est supérieure à leur valeur comptable. La différence de valeur a été calculée sur la base d'une indemnité partielle pour remboursement anticipé. Conformément aux usages bancaires dans la période actuelle de taux bas, un seuil inférieur de 0.0% a été présumé pour le taux de référence correspondant aux durées respectives des crédits. En outre, une marge de 100pb a été prise en compte sur la base des conditions actuelles de crédit dont bénéficie ACRON VII. Pour les dettes financières à taux d'intérêt variable, aucune indemnité pour remboursement anticipé n'a été calculée. Il en résulte un ajustement de la valeur comptable des dettes financières après impôts de CHF 1.7 millions.

Valeur actuelle des autres frais d'ACRON VII

La valeur comptable des fonds propres d'ACRON VII correspond pour l'essentiel à la valeur de l'immeuble Portikon moins les fonds étrangers. Pour évaluer la valeur de l'immeuble, seuls les revenus et les charges liés à l'immeuble Portikon sont pris en compte. Pour prendre également en compte dans l'ANAV les frais supplémentaires liés en particulier à la cotation en bourse d'ACRON VII, la valeur actuelle de ces autres frais de la société, qui seront dus au cours des années à venir, a été déterminée en tenant compte de

l'effet des impôts. Il en résulte une valeur actuelle des autres frais de la société de CHF -11.1 millions.

Après avoir pris en compte tous les ajustements, l'ANAV au 30 juin 2016 s'élève à CHF 44.7 millions. Pour déterminer la valeur par action au 4 octobre 2016, la valeur des fonds propres au 30 juin 2016 est capitalisée sur trois mois à l'aide du WACC nominal et divisée par le nombre d'actions en circulation. L'ANAV par action au 4 octobre 2016 s'élève ainsi à CHF 82.1 et se situe légèrement au-dessous de la valeur par action de CHF 83.5 déterminée à l'aide de la méthode DCF.

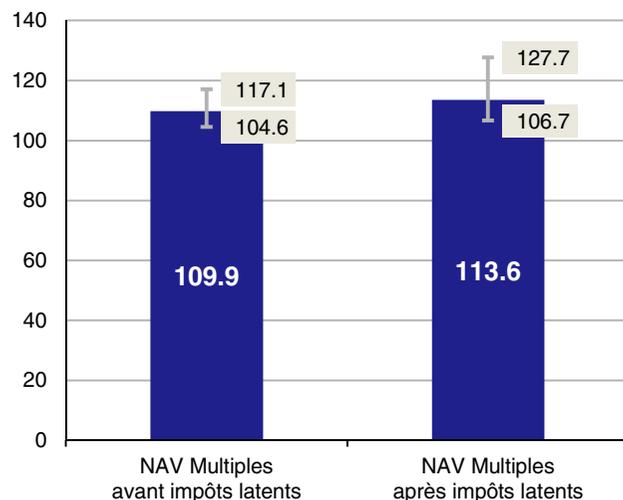


Conclusions

- Pour le calcul de l'ANAV, différents ajustements ont été réalisés à partir de la valeur des fonds propres au 30 juin 2016 selon les comptes semestriels d'ACRON VII.
- L'ajustement le plus important est rendu nécessaire par la prise en compte des autres frais d'ACRON VII qui résultent en particulier de la cotation d'ACRON VII.
- On aboutit finalement à une ANAV par action de CHF 82.1.

4.3 Analyse Trading Multiples

Valeur par action basée sur une évaluation à l'aide de Multiples (en CHF)



Source : Analyses IFBC.

L'évaluation à l'aide de Multiples est réalisée ici uniquement pour vérifier la plausibilité de l'évaluation DCF. Nous émettons des réserves à l'encontre de cette méthode d'évaluation, étant donné que les Multiples calculés dépendent fortement des propriétés spécifiques des entreprises de comparaison et des conditions générales du marché.

Evaluation à l'aide de Trading Multiples

Pour évaluer ACRON VII à l'aide de Trading Multiples, la NAV avant, respectivement après impôts latents selon les comptes semestriels 2016 a été multipliée par la moyenne respective des Multiples du Peer Group¹⁵. La valeur des fonds propres au 30 juin 2016 qui en résulte est ensuite capitalisée au 4 octobre 2016.

En appliquant les Multiples de la NAV avant, respectivement après impôts latents, la valeur par action s'élève à CHF 109.9, respectivement CHF 113.6. Si les Multiples les plus bas et les plus élevés du Peer Group sont pris en compte, il en résulte une marge de fluctuation de CHF 104.6 à CHF 117.1, respectivement de CHF 106.7 à CHF 127.7.

Les valeurs calculées sur la base de l'analyse à l'aide de Multiples sont nettement supérieures aux résultats de l'évaluation selon les méthodes DCF et ANAV. Cela est dû en particulier aux différences entre les entreprises du Peer Group et ACRON VII. Alors que les entreprises du Peer Group détiennent plusieurs immeubles, ACRON VII ne possède qu'un seul bien immobilier. Ainsi, ACRON VII ne peut pas profiter d'effets de diversification comme c'est le cas des entreprises du Peer Group. En outre, les entreprises du Peer Group bénéficient d'effets d'échelle en raison de leur taille. Pour ces raisons, la pertinence de l'évaluation à l'aide de Multiples est limitée, puisque la situation actuelle spécifique d'une entreprise ne peut pas d'emblée être comparée avec celle d'autres entreprises cotées. Et ce malgré le fait que lors de l'évaluation à l'aide de Multiples, seules des sociétés immobilières suisses qui, comme ACRON VII, détiennent des immeubles commerciaux, ont été prises en considération.

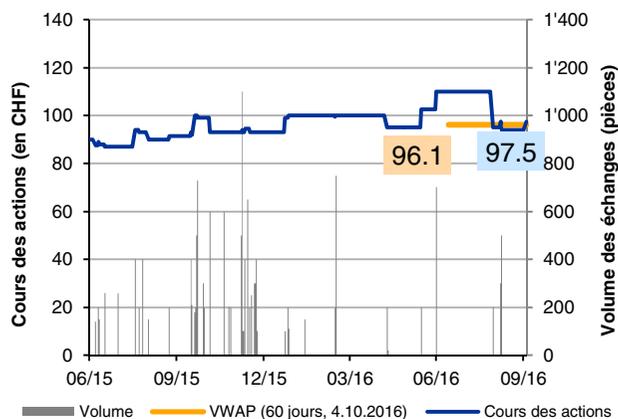
¹⁵ Pour plus de détails sur les Trading Multiples calculés, cf. annexe.

Conclusions

- Pour vérifier la plausibilité de la valeur DCF, des évaluations sont réalisées sur la base de Trading Multiples.
- La pertinence de l'évaluation à l'aide de Multiples est limitée, puisque la situation spécifique d'ACRON VII ne peut pas d'emblée être comparée avec celle d'autres entreprises du Peer Group.
- L'évaluation à l'aide de Trading Multiples aboutit à une valeur par action de CHF 104.6 à CHF 127.7.

4.4 Analyse du cours de l'action

Cours de l'action d'ACRON VII depuis juin 2015 (en CHF)



Source : Bloomberg.

Evolution du cours de l'action

L'action d'ACRON VII est négociée à la BX Berne eXchange depuis octobre 2011.

Depuis que l'action d'ACRON VII a clôturé à CHF 100.00 le 10 octobre 2011, le cours de l'action se situe dans une fourchette allant de CHF 82.55 à CHF 115.00, étant précisé que le cours de l'action a parfois connu de fortes fluctuations d'un jour de bourse à l'autre en raison du faible volume de transactions.

Le 3 octobre 2016, soit le dernier jour où l'action a été négociée avant la date de référence de l'évaluation, l'action était cotée à CHF 97.50. L'offre en espèces de CHF 95.00 se situe ainsi 2.6% au-dessous du cours de l'action actuel. En comparaison avec le cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse («VWAP») de CHF 96.09¹⁶, l'offre en espèces correspond à une décote de 1.1%.

¹⁶ Sur les 60 derniers jours de bourse possibles, les actions d'ACRON VII n'ont été négociées que sur 4 jours.

Analyse de la liquidité

Selon le droit des offres publiques d'acquisition en vigueur, une action qui ne fait pas partie du Swiss Leader Index ("SLI") est considérée comme liquide "si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0.04% de la fraction librement négociable du titre de participation (free float)."¹⁷

Dans le cas d'ACRON VII, la médiane précitée s'est élevée à 0.00% au cours de 11 des 12 derniers mois. Ce n'est qu'en décembre que l'action a été négociée lors de plus de 50% des jours de bourse possibles. Par conséquent, les actions d'ACRON VII doivent être considérées comme illiquides au sens du droit des offres publiques d'acquisition. Ainsi, en cas d'offre obligatoire, le cours de l'action d'ACRON VII n'est pas déterminant du point de vue de la règle du prix minimum.



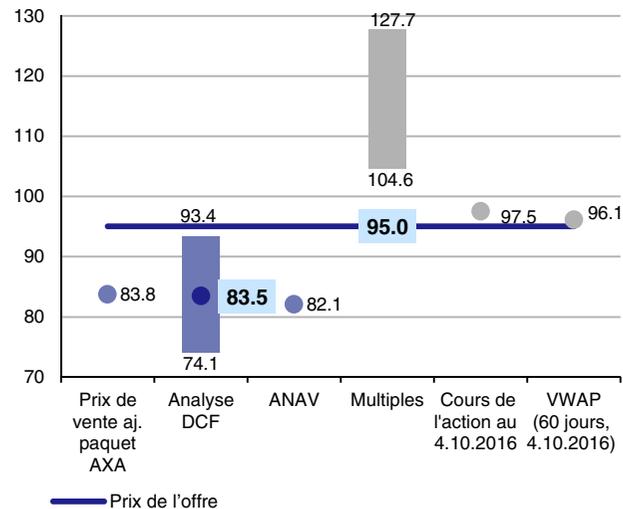
Conclusions

- Les actions d'ACRON VII doivent être considérées comme illiquides au sens du droit des offres publiques d'acquisition. Par conséquent, en cas d'offre obligatoire, le cours de l'action d'ACRON VII n'est pas déterminant du point de vue de la règle du prix minimum et ne joue qu'un rôle secondaire dans le cadre de la présente Fairness Opinion pour la fixation d'une fourchette de prix équitable.
- Le 3 octobre 2016, soit le dernier jour où l'action a été négociée avant la date de référence de l'évaluation, le cours de clôture était de CHF 97.50. Au 4 octobre 2016, le cours de l'action moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse se situe, à raison d'une valeur de CHF 96.09, au-dessus du cours de clôture.
- L'offre en espèces de CHF 95.00 est inférieur de 2.6% au dernier cours de l'action du 4 octobre 2016 et inférieur de 1.1% au cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse.

¹⁷ Cf. circulaire COPA n° 2 du 26 février 2010 sur la liquidité au sens du droit des OPA.

5 Appréciation

Comparaison des résultats de l'évaluation avec l'offre d'ASPA (valeur par action, en CHF)



Source : IFBC.

Se fondant sur l'analyse exposée ci-dessus et les conclusions qui en découlent et après avoir examiné et évalué toutes les informations mises à disposition, IFBC aboutit à l'appréciation suivante :

- Lors de l'achat du paquet d'actions d'AXA par ASPA, un prix de CHF 90.00 a été payé. Ajusté à raison du remboursement a posteriori de la valeur nominale à hauteur de CHF 6.25 par action, on aboutit à un prix ajusté de la transaction de CHF 83.75.
- Sur la base de l'évaluation à l'aide de l'analyse DCF, on aboutit à une valeur par action de CHF 83.5 avec une marge de fluctuation de CHF 74.1 à CHF 93.4, resp. de CHF 78.0 à CHF 88.3. Pour l'appréciation du prix de l'offre, nous accordons une grande crédibilité au résultat de l'analyse DCF, étant donné que cette méthode est celle qui permet le mieux de prendre en considération les caractéristiques spécifiques d'ACRON VII.
- Le calcul de la Net Asset Value ajustée aboutit à une valeur par action de CHF 82.1. Cette valeur est inférieure à la NAV indiquée par ACRON VII dans ses comptes annuels, car la valeur actuelle devait prendre également en compte les frais supplémentaires d'ACRON VII liés à la cotation en bourse de la société.
- L'évaluation à l'aide de Trading Multiples aboutit à une fourchette de valeur de CHF 104.6 à CHF 127.7. La valeur DCF de CHF 83.5 qui en résulte se situe donc par conséquent nettement en dessous de la fourchette de valeur déterminée selon l'analyse à l'aide de Multiples. Bien que les entreprises de comparaison aient été choisies avec soin, nous estimons que la pertinence de l'analyse à l'aide de Multiples est très limitée, car le modèle commercial et la stratégie des entreprises de comparaison ne correspondent pas assez à la situation spécifique d'ACRON VII.
- L'action d'ACRON VII est considérée selon le droit des offres publiques d'achat comme illiquide, raison pour laquelle le cours de l'action ne joue qu'un rôle secondaire pour évaluer l'offre.

- L'offre en espèces de CHF 95.00 est inférieure de 2.6% au cours des dernières actions négociées avant le 4 octobre 2016 (CHF 97.50) et inférieure de 1.1% au cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse (CHF 96.09).

IFBC estime que l'offre de CHF 95.00 est adéquate et équitable d'un point de vue financier.

Se fondant sur nos analyses et conclusions ainsi que sur les résultats qui en découlent, IFBC estime que l'offre présentée par CHF 95.00 aux actionnaires d'ACRON VII est adéquate et équitable d'un point de vue financier.

Zurich, le 5 octobre 2016



Prof. Dr Rudolf Volkart
Senior Partner



Dr Thomas Vettiger
Managing Partner

6 Annexe

6.1 Analyse bêta au 30 juin 2016

Entreprise	Taux d'imposition ¹	Market cap ²	Dettes portant intérêts ³	Liquidités ³	Net debt ⁴	Endettement ⁵	Bêtas avec dettes aj. ⁶	Bêtas apurés des dettes aj.
		en millions CHF	en millions CHF	en millions CHF	en millions CHF			
Allreal Holding AG	17.9%	2'161	1'607	28	1'580	0.66	0.56	0.34
Mobimo Holding AG	17.9%	1'377	1'359	493	867	0.56	0.58	0.37
PSP Swiss Property AG	17.9%	4'221	2'064	105	1'959	0.39	0.71	0.51
Swiss Prime Site AG	17.9%	6'076	4'469	283	4'186	0.67	0.66	0.40
Zug Estates Holding AG	17.9%	786	350	39	311	0.36	0.47	0.35
Moyenne						0.53	0.60	0.39

Remarques

- 1) Source : KPMG's corporate tax rate table, 5.10.2016.
- 2) sur la base du cours de l'action moyen Q2 2016; y compris Preferred Equity et Minority Interests; en millions
- 3) au 30.6.2016.
- 4) Minimum : 0.-.
- 5) Endettement = moyenne sur 2 ans (Net Debt (1-taux d'imposition) / Equity).
- 6) Source Bloomberg, bêta aj. (rendements hebdomadaires, 2 ans), 5.10.2016.

6.2 Analyse à l'aide de Multiples au 30 juin 2016

Entreprise	Fonds propres	Créances fiscales latentes	Dettes fiscales latentes	NAV avant impôts	Nombre d'actions	NAV par action avant impôts	NAV par action après impôts	Cours de l'action	NAV Multiples avant impôts	NAV Multiples après impôts
	en millions CHF	en millions CHF	en millions CHF	en millions CHF		en CHF	en CHF		en CHF	
Allreal Holding AG	1'963	-42	164	2'086	15.9	130.9	123.2	135.0	1.0x	1.1x
Mobimo Holding AG	1'267	-4	166	1'429	6.2	229.9	203.9	221.7	1.0x	1.1x
PSP Swiss Property AG	3'780	-11	767	4'537	45.9	98.9	82.4	94.5	1.0x	1.1x
Swiss Prime Site AG	4'949	-39	1'068	5'977	71.4	83.7	69.2	88.2	1.1x	1.3x
Zug Estates Holding AG	738	0	96	834	0.5	1'693.8	1'498.9	1'595.0	0.9x	1.1x
Maximum									1.1x	1.3x
Moyenne									1.0x	1.1x
Minimum									0.9x	1.1x

Source : Rapport semestriel 2016, Bloomberg.

