



FAIRNESS OPINION

concernant l'offre publique d'achat lancée par Talbot Holding AG pour toutes les actions nominatives d'ImmoMentum AG en circulation

28 AOÛT 2017

TABLE DES MATIÈRES

1	INTRODUCTION	2
2	SOCIÉTÉ	7
3	RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION	13
4	RÉSULTAT DE LA FAIRNESS OPINION	24
5	ANNEXES	26



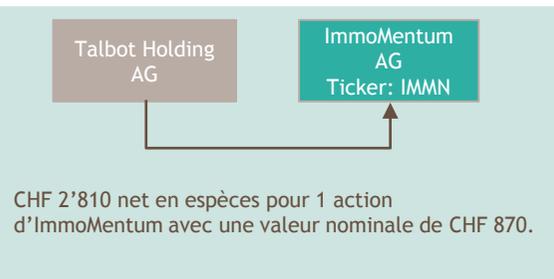
INTRODUCTION

THÈMES	PAGE
Situation initiale	3
Mandat à BDO	4
Procédure d'évaluation et principes d'évaluation	5
Bases de l'évaluation	6

INTRODUCTION

Situation initiale

Offre publique d'achat



Situation initiale

- ImmoMentum AG (ci-après «ImmoMentum» ou la «société visée»), fondée en juillet 2004, est une société anonyme privée de droit suisse, dont le siège se trouve à Aadorf (canton de Thurgovie). ImmoMentum est une société d'investissement pure dont le portefeuille est constitué de divers immeubles, principalement résidentiels, en Suisse. Les actions d'ImmoMentum sont cotées depuis avril 2008 à la BX Berne eXchange (ci-après «BX») (ticker: IMMN).
- En tant que société d'investissement pure, ImmoMentum n'a pas d'employés mais confie toutes ses activités opérationnelles à des tiers par l'intermédiaire d'un contrat de mandat. Son bénéfice annuel publié dans le dernier exercice ordinaire 2016 était de CHF 2,2 millions, le total du bilan était d'environ CHF 226 millions fin 2016. La valeur d'acquisition de tous les placements immobiliers au 31 juillet 2017 s'établissait à près de CHF 258 millions.
- Le capital-actions d'ImmoMentum s'élève à CHF 34'560'000 au 31 décembre 2016, réparti en 36'000 actions nominatives totalement libérées d'une valeur nominale de CHF 960 par action. Pour l'exercice clôturé en 2016, il a été proposé aux actionnaires un versement de CHF 90 par action par réduction de la valeur nominale dans le cadre de l'assemblée générale ordinaire. La nouvelle valeur nominale est CHF 870 par action. En total la réduction s'élève à CHF 3,24 millions.
- Les principaux actionnaires de la société visée détiennent ensemble 24,26% des actions. Le groupe d'actionnaires le plus important est le groupe Spillmann / Actium, qui possédait en tout 11,02% des actions au 31 décembre 2016. Fait aussi partie de ce groupe le plus gros actionnaire unique d'ImmoMentum, monsieur René Schweri, avec une part de 6,14%. Les autres actionnaires importants sont les groupes Wehinger (5,27%), Köchler (4,86%) et Düring (3,11%).
- Le conseil d'administration d'ImmoMentum et les personnes qui en sont proches détiennent ensemble 10,46% des actions, la plus grosse part d'actions de ces personnes appartenant aussi en même temps à l'un des groupes d'actionnaires susmentionnés.
- Au 29 août 2017, Talbot Holding AG («l'offrante») a proposé un prix par action de CHF 2'810 en espèces pour toutes les actions en circulation d'ImmoMentum. L'offrante est une société anonyme privée de droit suisse nouvellement fondée le 3 juillet 2017, dont le siège se trouve à Wilen bei Wil (canton de Thurgovie). Les actions de l'offrante sont intégralement en possession de Actium AG qui, comme décrit ci-dessus, est actionnaire de la société visée.
- Dans le cadre de l'offre faite par l'offrante, le conseil d'administration d'ImmoMentum a chargé BDO SA («BDO») d'établir une fairness opinion, afin de déterminer si le prix de CHF 2'810 par action d'ImmoMentum proposé par l'offrante était financièrement juste et adéquat.
- Pour cette tâche, BDO ne perçoit aucune rémunération qui dépendrait de certaines déclarations sur l'évaluation d'ImmoMentum ou du résultat d'une transaction avec l'offrante. Il est ainsi confirmé que BDO a rendu son jugement de manière indépendante et reçoit une rémunération conforme au marché pour son travail.
- Dans le cas présent, les dispositions de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (LVBM) s'appliquent concernant l'établissement d'une fairness opinion. En tant que société d'audit agréée par la FINMA et en tant que société d'audit au sens de la loi sur la surveillance de la révision, BDO est particulièrement qualifiée pour établir des fairness opinions dans le cadre d'offres publiques d'achat et a établi la présente fairness opinion conformément aux dispositions de la LMF.

INTRODUCTION

Mandat de BDO

Résumé du mandat de BDO

BDO évalue l'adéquation financière de l'offre de l'offrante en date du 29 août 2017 d'un montant de CHF 2'810 par action, et ce pour le conseil d'administration de la société visée ImmoMentum AG.

Mandat du conseil d'administration à BDO

- Le conseil d'administration d'ImmoMentum a chargé BDO d'évaluer l'adéquation financière de l'offre de l'offrante du point de vue des actionnaires publics dans le cadre d'une fairness opinion.
- La fairness opinion est exclusivement destinée au conseil d'administration d'ImmoMentum, à titre d'élément du rapport que celle-ci doit fournir aux actionnaires concernant la proposition de l'offrante.
- La présente fairness opinion peut être publiée dans le contexte de l'offre publique d'achat. En outre, le prospectus d'offre du 29 août 2017 peut également y faire référence. Toute utilisation à d'autres fins n'est pas autorisée.
- La fairness opinion ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics d'accepter ou de rejeter l'offre.
- Elle ne contient en outre aucune évaluation des points suivants:
 - conditions de paiement ou autres conditions de l'offre;
 - évaluation juridique et fiscale de la structure de transaction;
 - répercussions possibles d'une acceptation ou d'un rejet de la proposition de l'offrante; et
 - déclarations sur la valeur future des actions d'ImmoMentum.
- Dans le cadre de son travail, BDO n'a procédé ni à une révision en vertu du droit des obligations ni à une quelconque forme de due diligence.
- Cette fairness opinion a été envoyée au conseil d'administration d'ImmoMentum le 28 août 2017. Le moment de l'évaluation est le 28 août 2017, le dernier jour de bourse dans la publication de l'offre émise par l'offrante.
- Cette fairness opinion existe en outre en allemande.

INTRODUCTION

Procédure d'évaluation et principes d'évaluation

Méthodes d'analyse et d'évaluation

Méthode du Discounted Cash Flow («méthode DCF»)

Adjusted Net Asset Value («ANAV»)

Méthode de la valeur de marché («Trading-Multiples»)

Analyse du cours des actions par rapport aux volumes négociés et aux prix payés

Procédure d'évaluation

- Pour évaluer l'adéquation financière de l'offre, BDO a procédé à une réflexion approfondie sur la valeur d'ImmoMentum ainsi qu'à des analyses détaillées d'ImmoMentum et de la situation générale du marché immobilier suisse.
- L'objet d'évaluation est ImmoMentum avec toutes ses opérations immobilières, en tenant compte des liquidités excédentaires et des fonds de tiers rémunérés.
- Il ressort de notre analyse une fourchette de valeurs pour la valeur des fonds propres d'ImmoMentum hors réduction de la valeur nominative. La fourchette de valeurs implicites d'une action d'ImmoMentum ainsi déterminée donne une indication permettant d'évaluer l'adéquation financière de l'offre de Talbot Holding AG.
- Les répercussions possibles de l'offre sur l'actionnaire, p. ex. les conséquences fiscales, n'ont pas été prises en compte car ce n'était pas là l'objet de notre mandat et cette étude n'aurait pas pu être concrétisée en raison de la multitude des actionnaires et des diverses situations initiales.

Principes d'évaluation

- Pour l'évaluation d'une action d'ImmoMentum au 28 août 2017, nous sommes partis du principe qu'ImmoMentum poursuivait son activité de manière indépendante («Going Concern»).
- L'évaluation se fonde sur le modèle d'affaires actuel et sur le contrat de coopération. Les synergies qui pourraient être réalisées par l'offrante n'ont pas été prises en compte dans la mesure où elles n'ont pas déjà été utilisées et où elles ne figurent donc pas dans le businessplan.

Choix des méthodes d'évaluation et procédure

- La fourchette de valeurs pour ImmoMentum en tant que société et la fourchette de valeurs par action qui en découle ont été principalement calculées sur la base de la méthode du Discounted Cash Flow. Dans le cadre de cette analyse, des analyses de sensibilité ont été effectuées en modifiant divers paramètres importants.
- De manière à plausibiliser les résultats issus de la méthode précitée, d'autres méthodes ont été appliquées telle que la méthode des comparables de sociétés immobilières.
- Nous avons également analysé l'évolution historique du prix payé par action et du volume des transactions à la BX.
- L'évaluation repose sur les hypothèses de la planification continue établie par la direction d'ImmoMentum pour les 12 prochains mois, du plan d'investissement à moyen terme et des informations supplémentaires qui nous ont été communiquées. Les informations déjà mises à notre disposition par ImmoMentum ne comportaient pas d'hypothèses techniques sur l'évaluation, comme les coûts du capital.

INTRODUCTION

Bases de l'évaluation

Principales données de base / sources

Comptes annuels publiés

Comptes annuels contrôlés et publiés publiquement pour les années 2014, 2015, 2016.

Autres informations publiées

Chiffres-clés et calculs de la NAV de 31 juillet 2017

Planification continue

Planification continue de la direction pour la période allant de mai 2017 à avril 2018

Planification des investissements

Planification des investissements de renouvellement pour les années 2017 à 2021 incluses

Données du marché financier

Thomson Reuters EIKON, BX, Mergermarket

Informations complémentaires

Sources publiques
Informations de la direction et du conseil d'administration d'ImmoMentum

Bases de l'évaluation

- BDO a utilisé les informations suivantes pour son évaluation:
 - Les informations publiques sur ImmoMentum jugées pertinentes pour l'analyse. En font notamment partie les rapports d'activité pour les exercices 2014 à 2016, ainsi que les autres présentations publiées par la société et les communiqués de presse et en particulier les chiffres-clés et calculs de la NAV publiés par ImmoMentum ((dernière version de 31 juillet 2017).
 - Les informations internes à la société pertinentes pour l'analyse, notamment la planification continue pour ImmoMentum pour l'exercice 2017 et la planification des investissements pour les années de 2017 à 2021 inclus.
 - Les entretiens et les conférences téléphoniques avec le conseil d'administration de la société. Nous avons notamment eu des contacts avec:
 - monsieur Reiner Edelmann, membre du conseil d'administration, délégué du conseil d'administration
 - monsieur Robert Düring, membre du conseil d'administration et Portfolio Manager pour le mandat externe
 - Les données financières et du marché des capitaux sur ImmoMentum et une sélection de sociétés immobilières comparables (source principale: Thomson Reuters EIKON).
 - Les données de transactions comparables dans le secteur immobilier (source: mergermarket.com).
- Pour l'établissement de la fairness opinion, BDO est partie du principe que les informations financières et autres données sur ImmoMentum était exactes et complètes. BDO s'est appuyée sur ces informations sans assumer la responsabilité de leur examen indépendant.
- BDO s'est vue confirmer par la direction d'ImmoMentum que celle-ci n'avait connaissance d'aucun fait ni d'aucune circonstance en vertu desquels les informations et les documents mis à disposition pourraient être incomplets, incorrects ou fallacieux.
- Lors de la préparation de ce document, BDO n'a effectué aucune inspection physique des bâtiments ou des sites que possède ImmoMentum.
- Les informations et les critères qui figurent dans ce document s'appuient sur l'environnement économique, de marché et d'entreprise prédominant le 28 août 2017. Des circonstances ultérieures peuvent avoir des répercussions sur les informations qui ont été utilisées comme base de la présente analyse. BDO n'est pas tenue d'actualiser, de vérifier ou de confirmer ultérieurement les informations contenues dans ce document.



SOCIÉTÉ

THÈMES	PAGE
Environnement de marché, profil et portefeuille d'ImmoMentum	8
Indicateurs financiers historiques	11
Planification stratégique	12

SOCIÉTÉ

Marché immobilier

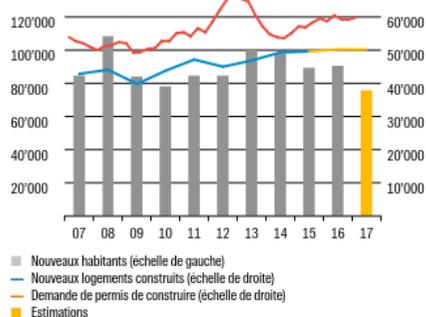
Principales évolutions sur le marché immobilier

Il existe une forte demande d'investissements dans l'immobilier en raison du faible niveau des taux d'intérêt ces dernières années. Actuellement, le marché se caractérise par un risque d'offre excédentaire de surfaces commerciales et une augmentation potentielle des taux d'intérêt, qui concerne surtout les nouveaux financements.

Taux d'intérêt: obligations et hypothèques (nouvelles opérations)



Croissance démographique et activité de construction



Source: *Marché immobilier suisse 2017* | 2, Wüest Partner AG

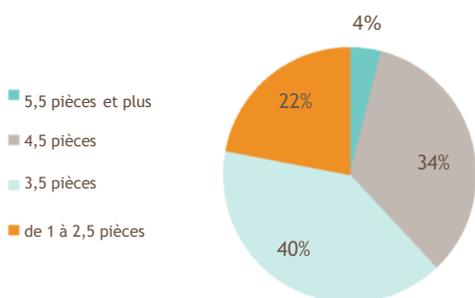
Evolution actuelle du marché

- Les fonds immobiliers cotés en Suisse n'ont accusé des pertes de valeur que deux fois au cours des 15 dernières années. Depuis 2014, dernière année où un rendement négatif a été enregistré, ces fonds ont connu une augmentation moyenne de leur valeur d'environ 8,7% par an, le Swiss Performance Index («SPI») affichant une croissance moyenne annuelle de 5,5% sur la même période. A la suite de la nouvelle baisse des taux d'intérêt en 2016, la demande de placements immobiliers indirects est restée élevée. Les fonds immobiliers cotés ont poursuivi leur progression en 2017, avec un taux de 8%.
- Par rapport à la plupart des autres branches, les revenus d'une société immobilière peuvent faire l'objet d'une planification plus stable car les revenus locatifs reposant sur des contrats de location à long terme ou de durée illimitée existants peuvent être mieux prévus. Ces revenus, qui ont une forte probabilité d'être récurrents et qui constituent la base des distributions versées aux actionnaires, sont la principale raison pour laquelle les investisseurs institutionnels notamment, mais aussi les particuliers, investissent dans des sociétés immobilières.
- Compte tenu de la garantie de rendement comparativement élevée et stable due à des flux de revenus plus sûrs tels qu'en offrent les fonds immobiliers, une véritable ruée vers ces fonds s'est produite ces dernières années, alimentée par l'environnement de taux bas respectivement négatifs. Cette ruée a provoqué une forte hausse de la demande d'immeubles, tendance qui a fait grimper les prix de ces objets. Grâce aux faibles taux d'intérêt, les sociétés immobilières ont de nouveau pu se financer à des conditions avantageuses, situation qui, avec un niveau des loyers stabilisé a débouché sur une poursuite de l'amélioration des marges. Toutefois, pour pouvoir maintenir le niveau des loyers, les sociétés immobilières ont dû investir en permanence.
- A ce jour, deux risques pourraient altérer le climat actuel qui règne dans les fonds immobiliers: la situation actuelle sur le marché immobilier et une éventuelle hausse des taux.
- L'activité intense de construction de ces dernières années a généré des surcapacités, en particulier dans le domaine des surfaces commerciales pures, et plus précisément des bureaux. La situation s'est aussi détériorée sur le marché du logement, où l'offre dépasse parfois la demande, surtout dans les régions rurales. Dans les zones urbaines et les communes directement limitrophes des agglomérations, les deux continuent à s'équilibrer.
- L'évolution des taux d'intérêt a une forte incidence sur la rentabilité d'une société immobilière. On s'attend à une politique monétaire plus restrictive dans l'environnement national et international. En Suisse, les taux d'intérêt se sont éloignés de leur point le plus bas à l'été 2016.
- Un relèvement des taux de 1% correspond à une hausse nettement plus importante des locaux vacants. La majorité des sociétés immobilières détiennent des instruments hypothécaires ayant une échéance et des couvertures plus longues que les fluctuations de taux (p. ex. swaps de taux d'intérêt). Ceux-ci ont été pour la plupart conclus pendant la phase de taux bas et ne sont donc pas encore très concernés par une augmentation directe des taux à court et moyen terme. Par contre, les nouveaux financements devront peut-être être conclus avec des taux d'intérêt en hausse et les répercussions qui en découlent sur la rentabilité.

SOCIÉTÉ

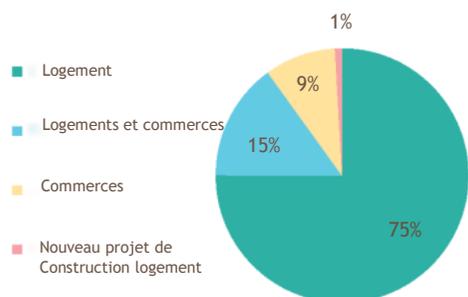
ImmoMentum AG

Mix de logements d'ImmoMentum



Source: Rapport d'activité ImmoMentum 2016

Répartition du portefeuille aux valeurs comptables au 31.12.2016



Source: Rapport d'activité ImmoMentum 2016

Profil de la société

- Fondée en 2004, ImmoMentum est une société immobilière suisse possédant la forme juridique de société anonyme, dont le siège se trouve à Aadorf, dans le canton de Thurgovie, et dont les actions sont cotées à la BX depuis 2008 (ticker: IMMN, valeur 1924 492, ISIN CH0019244927).
- La société a pour but de s'occuper d'investissements d'immeubles en Suisse, du négoce d'immeubles et de la promotion de projets immobiliers. Elle s'y emploie d'une part par des investissements directs et, d'autre part, par l'intermédiaire de participations possibles dans d'autres sociétés immobilières et de gestion, dans tous les cas conformément aux directives de la stratégie de placement de la société.
 - Elle s'attache essentiellement à constituer et à entretenir un portefeuille d'immeubles résidentiels dans des emplacements périphériques bien desservis.
 - Le portefeuille peut être complété par des immeubles commerciaux si ce complément permet d'augmenter le rendement. La part des immeubles commerciaux ne doit toutefois pas dépasser 30% de la valeur totale du portefeuille.
- ImmoMentum est conçue comme société d'investissement et n'a pas d'employés. Toutes ses activités opérationnelles sont déléguées à des tiers, dans des rapports de mandat habituels du marché, définis de manière contractuelle.
- Au 28 août 20, le portefeuille immobilier d'ImmoMentum se composait de 32 objets avec un total de 827 logements. Globalement, environ 75% des logements sont des appartements classiques de 3,5 à 4,5 pièces pour des couples et des petites familles. Les 12'448 m² totaux de surfaces commerciales se répartissent entre deux immeubles purement commerciaux et quatre objets à usage mixte.
- Le parc résidentiel représentait environ 90% du portefeuille immobilier d'ImmoMentum au 31 décembre 2016. Les immeubles d'habitation purs représentaient environ 75% de la valeur comptable du portefeuille fin 2016. Le reste est réparti entre 15% de logements et de commerces et 9% pour les deux immeubles exclusivement commerciaux.
- Fin 2016, ImmoMentum a lancé un nouveau projet de construction, consistant en trois immeubles locatifs comptant 24 logements en tout. Les immeubles locatifs ont été achevés fin avril 2017 et sont presque entièrement loués.

SOCIÉTÉ

ImmoMentum AG

Vue d'ensemble des immeubles / valeurs comptables au 31.12.2016

	Année de construction / dernière rénovation complète	Valeur comptable / CHF
Logements et commerces		
Aadorf, Bahnhofstrasse 12	2008	5'071'000
Aadorf, Bahnhofstrasse 22	2011	3'589'000
Bad Zurzach, Hauptstrasse 49/51	1975	3'295'000
Bâle, Steinentorstrasse 18 (Business Apartments)	2014	10'960'000
Simach, Unterdorfstrasse 3/3a/5/7	1985	9'503'000
Total		32'418'000
Commerces		
Embrach, Lochackerstrasse 4/6	1991	9'768'000
Weinfeld, Rathausstrasse 17	2002	9'873'000
Total		19'641'000
Logements		
Amriswil, Säntisstrasse 43/45	1982	4'361'000
Arllesheim, Baselstrasse 105	1994	3'260'000
Bâle, Sperrstrasse 40	2010	12'359'000
Belfaux, Route Pré-Saint-Maurice 4	1994	3'244'000
Bronschhofen, Edelweissstrasse 2/4 et Gibufstrasse 6	2011	7'855'000
Coire, Austrasse 14	2007	10'663'000
Derendingen, Mühlegasse 5/7	2015	9'179'000
Dübendorf, Gumpisbühlstrasse 49	1988	1'447'000
Eschlikon, Rosenstrasse 33	2012	1'894'000
Frauenfeld, Häberlinstr. 45/47, Oberwiesenstr. 58/58a	1986	5'972'000
Heimberg, Ahornstrasse 12-18	1980	6'508'000
Heimberg, Schützenstrasse 51/53/55/57	1980	8'623'000
Laupen, Bleikeweg 1a/1b/3	1994	6'452'000
Naters, Sportplatzweg 36/38	1992	6'096'000
Neuhausen, Charlottenweg 3/3a	1999	5'215'000
Oberkulm, Rotkornstrasse 4/6	1980	7'525'000
Olten, Aarauerstrasse 128/130	2009	4'510'000
Pfungen, Vorbruggenstrasse 4a-c	2011	7'597'000
Schötz, Chrützmatt 9	1991	4'712'000
Spreitenbach, Langäckerstrasse 54/56	2011	15'004'000
St-Gall, Helvetiastrasse 33/35	1989	2'496'000
Teufenthal, Hubelmattstrasse 31/33/35/37	1994	9'318'000
Wabern, Kirchstrasse 130-136	2006	12'173'000
Zuben, Unterdorfstrasse 9/11	2013	5'864'000
Total		162'327'000
Projets de développement		
Rickenbach, Toggenburgerstrasse 50	2017	1'930'000
Total		1'930'000
Total		216'316'000

Source: Rapport d'activité ImmoMentum 2016, direction

Vue d'ensemble des placements immobiliers

- Au 31 décembre 2016 et au 28 août 2017, ImmoMentum détenait dans son portefeuille 32 objets, dont une majorité d'immeubles résidentiels, ce qui correspond à la stratégie de placement fondamentale de la société.
- Conformément à la Swiss GAAP RPC 18, la société inscrit les placements immobiliers au bilan à leur coût d'acquisition ou de construction, moins les amortissements prévus sur la durée d'utilité. La pratique comptable définie de la société ne permet pas d'augmentation de la valeur d'un immeuble en fonction d'une valeur vénale éventuellement plus élevée.
- Les amortissements prévus pour les terrains construits sont comptabilisés indirectement et de manière linéaire à leur valeur d'acquisition et s'élèvent à 1,5% par an, ce qui après conversion correspond à une durée d'utilité prévue d'environ 67 ans.
- Au 31 décembre 2016, les amortissements immobiliers cumulés de la société depuis sa fondation s'élevaient à CHF 28,5 millions.
- La valeur comptable des placements immobiliers au 31 décembre 2016 est de CHF 216,3 millions (coûts d'acquisition moins amortissements prévus).
 - N'est pas inclus dans cette valeur comptable l'achat d'un immeuble locatif à Klosters en 2016, qui a été rénové puis vendu comme propriété par étage. Cet immeuble est inscrit au bilan au 31 décembre 2016 dans l'actif circulant au poste «Immeubles Objets de négoce» avec une valeur comptable de près de CHF 4,0 millions.
 - Les coûts d'acquisition au 31 décembre 2016, y compris l'immeuble de Klosters, s'élèvent à CHF 248,8 millions, cette valeur étant de CHF 257,8 millions au 30 juin. Cette hausse est due à la finalisation du nouveau projet de construction de Rickenbach en avril 2017.
 - Le projet de développement de Rickenbach bei Wil a été achevé en avril 2017; près de CHF 11 millions ont été investis au total pour réaliser trois immeubles locatifs comportant 24 logements en tout (de 2,5 et 3,5 pièces).
- Au cours de l'exercice 2016, CHF 1,7 million a été consacré à la rénovation et à des investissements créant des plus-values dans les immeubles existants, dont environ CHF 1,1 million était prévu et budgétisé, le reste concernant des investissements non prévus.
- Un taux important de locaux vacants a notamment été enregistré dans les immeubles purement commerciaux d'Embrach et Weinfeld, ce dernier comportant également une surface de vente. Dans ces immeubles, des surfaces importantes sont restées inoccupées pendant une grande partie de l'année 2016. Compte tenu des surcapacités existant sur le marché, les locataires potentiels ont le choix entre un large éventail de surfaces commerciales et de vente.

SOCIÉTÉ

Indicateurs financiers d'ImmoMentum AG

Chiffres-clés du compte de résultat et du bilan d'ImmoMentum AG

Compte de résultats (en Mio. CHF)	12/2014	12/2015	12/2016
Revenus nets de location	13.81	14.18	14.30
Frais d'administration (sauf impôts sur le capital)	-2.28	-2.65	-2.74
Résultat opérationnel (EBITDA)	10.15	9.66	9.63
Amortissements	-3.64	-3.71	-3.80
Résultat financier	-3.49	-3.34	-3.15
Bénéfice	2.39	2.12	2.24
Bénéfice hors vente d'objets immobiliers	1.87	2.12	2.24
Coûts moyens des intérêts	1.82%	1.82%	1.48%

Bilan (en Mio. CHF)	12/2014	12/2015	12/2016
Terrains et Bâtiments	218.27	218.87	216.32
Capitaux étrangers inclus hypothèques	168.22	168.97	171.85
Total des fonds propres	57.31	56.01	54.61
Total du bilan	225.53	224.98	226.46

Source: Rapport d'activité ImmoMentum 2014 à 2016

Autres chiffres-clés spécifiques

En Mio. CHF	12/2014	12/2015	12/2016	07/2017
Immobilier au coût d'acquisition	239.5	243.7	248.8	257.8
Endettement hypothécaire	161.77	163.08	162.51	170.9
Degré de financement externe	67.5%	66.9%	65.3%	66.3%
NAV par action (en CHF)	2'053	2'096	2'142	2'219

Source: Rapport d'activité ImmoMentum 2014 à 2016, immomentum.ch/investor-relations/kennzahlen_nav

Résultat de l'activité au cours des exercices 2014 à 2016

- En 2016, ImmoMentum a dégagé un revenu locatif net de CHF 14,3 millions, soit une progression d'environ 0,9% par rapport à 2015. En 2015, une croissance du revenu locatif net de quelque 2,7% avait été atteinte par rapport à 2014.
- Les frais d'administration ont connu une évolution stable de 2014 à 2016 inclus. Les charges immobilières qu'ils comprennent peuvent en grande partie être répercutées sur les locataires.
- Les charges financières, c.-à-d. les intérêts pour les hypothèques et autres prêts, se sont réduites en 2016 par rapport aux années 2015 et 2014. Cette diminution est liée à la réduction planifiée de l'endettement hypothécaire mais est aussi l'expression d'une analyse permanente de la gestion du crédit dans l'environnement actuel.
- Le bénéfice net a pu être augmenté en 2016 par rapport à l'année antérieure. Ajusté du produit des ventes d'immeubles, il représente le bénéfice net le plus élevé atteint jusqu'ici.

Chiffres-clés du bilan pour les années 2014 à 2016 et au 31 juillet 2017

- La société visée publie mensuellement, sur sa page internet, une sélection de chiffres-clefs et une estimation de la Net Asset Value («NAV») par action. Les chiffres les plus récents indiqués dans la publication de l'offre émise par l'offrante datent du 31 juillet 2017.
- La valeur des biens-fonds et des bâtiments inscrite au bilan s'est réduite aux valeurs d'acquisition historiques de CHF 218,9 millions en 2016 à CHF 216,3 millions en 2018 en raison des amortissements liés à la durée d'utilité. Il convient de noter à cet égard que le nouveau projet de construction de Rickenbach n'avait pas encore été pleinement activé au 31 décembre 2016.
- La quote-part de fonds propres s'est élevée à environ 25% de 2014 à 2016. Le rendement des fonds propres s'est monté à quelque 4,1% fin 2016, soit une augmentation d'environ 30 points de base par rapport à 2015.
- Le taux de financement du portefeuille immobilier par des fonds de tiers aux valeurs d'acquisition avec des hypothèques était d'environ 65,3% fin 2016, contre 66,9% l'année précédente. Au 30 juin 2017, le rapport était de 66,3%, dû à l'achèvement de l'immeuble de Rickenbach allié à une hausse des engagements hypothécaires en même temps qu'à une progression des valeurs d'acquisition.
- La NAV par action en circulation atteignait CHF 2'142.17 au 31 décembre 2016; la société affichant une NAV estimée de CHF 2'219 au 31 juillet 2017.

SOCIÉTÉ

Planification stratégique et perspectives

Chiffres-clés actuels	En 2016
Recettes locatives visées par an*	CHF 15,0 mio.
Recette locatives effectives*	CHF 14.3 mio.
Perte de loyer	4,6%
Charges immobilières directes	CHF 2,7 mio.
% des recettes locatives visées	18,3%

Source: ImmoMentum

Hypothèses de planification	2017 et ss
Recettes locatives visées 2017*	CHF 15,5 mio.
Recettes locatives effectives 2017*	CHF 14,6 mio.
Perte de loyer	5,8%
Charges immobilières 2017 dir.	CHF 2,5 mio.
% des recettes locatives visées	16,4%
Investissements de 2017 à 2021 (y compris le projet de développement de Rickenbach b. Wil, et les rénovations de Klosters et Laupen en 2017)	CHF 31,2 mio.

* y c. Recettes Business Apartments
Chiffre d'affaires 2017: CHF 930'000, taux d'occupation 97%

Source: ImmoMentum

Planification

- Au moment de l'évaluation, la société se compose comme suit:
 - 5 objets mixtes de logements et commerces;
 - 2 objets purement commerciaux;
 - 24 immeubles résidentiels existants;
 - 1 immeuble résidentiel existant avec Business Apartments;
 - 1 nouveau projet de construction achevé (immeubles résidentiels à Rickenbach bei Wil);
 - 1 objet de négoce à Klosters.
- Le nouveau projet de construction de Rickenbach bei Wil, qui comporte 24 logements, a été achevé fin avril 2017 et est presque entièrement loué selon l'état au 28 août 2017.
- Les Business Apartments de Bâle ont pu être loués en 2016, avec un taux d'occupation de 97%. Le taux d'occupation est lié à la conjoncture et dépend pour l'essentiel de l'évolution du site pharmaceutique de Bâle, car une grande partie des appartements sont loués à des salariés étrangers qui travaillent à court et moyen terme pour les entreprises chimiques et pharmaceutiques locales. La location de ces appartements a été assurée par une société tierce dans un rapport de mandat. ImmoMentum vérifie en permanence si la poursuite de la gestion des Business Apartments est rentable ou s'il serait préférable de revenir à un type de location classique à un moment qui n'est pas encore déterminé.
- L'immeuble de Klosters et les logements sont en cours de rénovation et on peut penser que les logements seront vendus sous forme de propriété par étage dans le courant de l'année 2017.

Perspectives générales

- Comme nous l'avons décrit ci-dessus, ImmoMentum est presque entièrement (90%) investie dans des immeubles purement résidentiels et n'a que peu de surfaces commerciales. ImmoMentum connaît donc une évolution moins volatile et est moins exposée aux logements vacants que d'autres sociétés soumises à la concurrence des prix dans les surfaces commerciales et de bureaux.
- Le niveau des loyers ne pourra être maintenu en 2017 et au-delà que si la société investit en permanence et durablement dans la rénovation des logements. De manière générale, il y a lieu de penser que les loyers diminueront en valeur nominale en raison de la baisse des taux d'intérêt de référence.
- L'échéance résiduelle moyenne actuelle des hypothèques d'à peine sept ans donne à la société une garantie supplémentaire contre une hausse rapide des taux et la diminution des rendements qui en découle.



RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION

THÈMES	PAGE
Méthodologie	14
Modèle DCF	16
Adjusted Net Asset Value	20
Analyse des Trading Multiples	21
Analyse du cours des actions	22
Décote pour illiquidité	23

RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION

Méthodologie (1 / 2)

Nombre d'actions en circulation	
	Nombre
Nombre total d'actions en circulation	36'000
./. actions propres détenues	-89
Nombre total d'actions en circulation	35'911

Source: ImmoMentum

Remarques générales

- La principale méthode d'évaluation utilisée pour calculer la juste valeur des fonds propres d'ImmoMentum est la méthode DCF, ce qui est conforme à la «Best Practice» actuelle.
- La société inscrit ses placements immobiliers au bilan à leur valeur d'acquisition moins les amortissements sur la durée d'utilité définie. Le calcul des amortissements cumulés donne les valeurs d'acquisition historiques. Compte tenu de la situation qui règne sur le marché immobilier, on peut penser que cette valeur est inférieure à une valeur vénale actuelle de tous les placements immobiliers d'ImmoMentum. Par conséquent, nous avons évalué chaque immeuble à l'aide de la méthode DCF sur la base de la planification de la société et utilisé cette valeur comme valeur vénale.
- Nous avons examiné la plausibilité des principales hypothèses qui nous ont été communiquées par la direction d'ImmoMentum dans la présente planification continue. A cette fin, nous avons mené des entretiens avec la direction et nous avons comparé ces hypothèses avec les résultats historiques d'ImmoMentum, l'évolution historique et attendue des marchés, les attentes des analystes des actions, ainsi que des indicateurs de référence de la branche.
- Nous avons vérifié la plausibilité du résultat de l'analyse DCF à l'aide de l'Adjusted Net Asset Value («ANAV»). Pour vérifier cette plausibilité, nous avons en outre utilisé des méthodes d'évaluation fondées sur les analyses de marché.
- Le jour déterminant pour l'évaluation est le 28 août 2017, le dernière jour de bourse dans la publication de l'offre. L'évaluation repose sur une observation «Stand-Alone-» et «Going-Concern-» et prend en compte une poursuite indépendante de l'activité de la société, sans tenir compte des synergies potentielles pouvant résulter d'une possible reprise.

Calcul de la valeur des fonds propres par action d'ImmoMentum

- La valeur des fonds propres par action résulte de la division de la valeur calculée des fonds propres par le nombre d'actions en circulation. Les actions propres détenues ont été exclues afin de prendre en compte la perte de substance. Le nombre d'actions en circulation au jour déterminant pour l'évaluation repose sur les informations de la direction ce jour-là. On obtient ainsi pour ce jour le nombre de 35'911 actions en circulation.
- Il convient en outre de déduire de la valeur calculée des fonds propres ou de la valeur par action le montant de CHF 90 à verser en raison de la réduction de capital décidée. En total de 36'000 actions en circulation le total de la réduction de capital décidée s'élève à CHF 3,34 millions.
- La réduction du capital a été décidée lors de l'assemblée générale du 18 mai 2017: l'appel aux créanciers exigé par la loi a été publié trois fois du 22 au 24 mai 2017 inclus et court jusqu'au 24 juillet 2017, conformément au délai d'attente légal. Le versement des CHF 90 et l'inscription au registre du commerce ont été effectués au 28 août 2017. Par conséquent, la valeur nominale de la réduction du capital à la date de l'inscription au registre du commerce, le 31 décembre 2016, doit faire l'objet d'un escompte à un taux d'intérêt sans risques. Comme le niveau des intérêts est très bas, nous avons renoncé dans ce cas à un tel escompte et pris en compte le montant nominal de CHF 90 par action.

RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION

Méthodologie (2 / 2)

Méthodes d'analyse et d'évaluation

Méthode DCF (méthode principale)

Net Asset Value ajustée («ANAV»)

Méthode de la valeur de marché (multiplicateurs de négoce)

Analyse du cours des actions

Modèle d'évaluation alliée sur la valeur de rendement

Modèle DCF

- La méthode DCF est généralement reconnue pour l'évaluation d'entreprises de toutes les branches et de toutes les tailles. Elle repose sur l'approche théorique en vertu de laquelle les recettes nettes attendues de l'investisseur peuvent être escomptées lors de la détermination de la valeur de l'entreprise sur la base de la valeur-temps de l'argent et de l'importance du risque au moment donné. Les bases de cette méthode d'évaluation sont exposées de manière détaillée dans les pages qui suivent.

Net Asset Value ajustée

Base de la NAV

- La Net Asset Value («NAV») est l'une des autres méthodes principales possibles pour évaluer les sociétés immobilières, telle que représentée par ImmoMentum. La méthode de la NAV ou de la valeur intrinsèque représente la valeur de toutes les actions moins les dettes, ce qui correspond à la valeur des fonds propres et constitue une valeur résiduelle. Cela signifie que nous avons examiné le potentiel d'augmentation et de diminution de l'ensemble des valeurs inscrites au bilan et éventuellement procédé à une réévaluation. Une réévaluation entraîne des impôts latents, tandis qu'une dévaluation produit des crédits d'impôt latents.
- Dans le cas présent, il convient de noter que contrairement aux autres sociétés immobilières cotées en Bourse, la société visée n'évalue pas ses immeubles à leur valeur vénale et qu'il n'existe par conséquent pas d'évaluation de telles valeurs. Pour les évaluations de la NAV effectuées par la société et inscrites dans le rapport d'activité, seuls les amortissements cumulés ont été additionnés et les impôts latents correspondants ont été soustraits de cette «réévaluation».

Méthodes d'évaluation basées sur la valeur de marché

Analyse de sociétés immobilières comparables

- L'évaluation de marché se base sur le rapport entre la NAV actuelle comparée aux cours boursiers actuels de sociétés immobilières cotées en Bourse comparables (groupe de pairs).

Analyse de l'évolution historique du cours des actions

- Pour tirer d'éventuelles conclusions sur la valeur de marché d'ImmoMentum, nous avons analysé l'évolution du prix des actions payées et du volume du négoce au cours des 12 derniers mois.

RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION

Modèle DCF (1/4)

Schéma de calcul des cash-flow disponibles

Cash-flow (EBITDA)

./. Amortissements

= EBIT

./. Impôts

+ amortissements

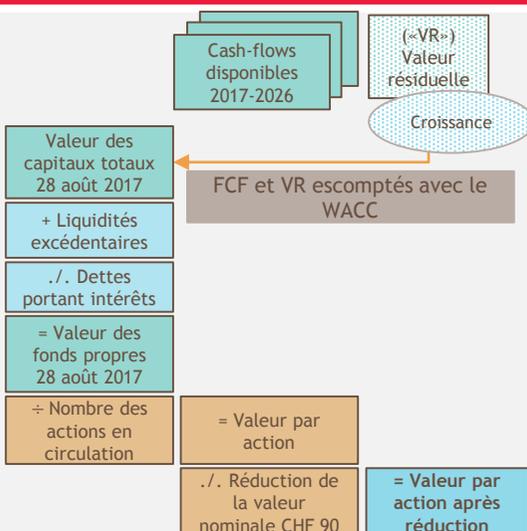
./. + modifications de l'actif circulant net

./. Investissements dans les immobilisations (CAPEX)

= Free Cash-flow (FCF)

Source: BDO

Schéma de calcul de la méthode DCF



Source: BDO

Méthode du Discounted Cash Flow (méthode DCF)

- La méthode DCF repose sur l'approche théorique en vertu de laquelle les recettes nettes attendues de l'investisseur peuvent être escomptées lors de la détermination de la valeur de l'entreprise sur la base de la valeur-temps de l'argent et de l'importance du risque au moment donné. Dans la pratique, on part du cash-flow disponible attendu à l'avenir, qui, dans le cadre de la méthode DCF, est escompté à la valeur actuelle. Le cash-flow disponible se fonde sur le cash-flow brut opérationnel (avant les transactions de financement) moins les investissements dans les immobilisations et l'actif circulant. Le taux d'escompte calculé correspond aux coûts moyens pondérés du capital (WACC - Weighted Average Cost of Capital) issus des coûts des fonds propres et des coûts des capitaux étrangers moins les impôts en fonction de la part effective ou d'une structure du capital visée (Gearing).
- Le modèle et le calcul du cash-flow disponible s'appuient sur la planification continue pour l'année 2017 communiquée par ImmoMentum et les prévisions d'investissement de la direction pour les années 2017 à 2021 inclus.
- Sur la base des hypothèses exposées ci-dessus et en consultation avec le conseil d'administration, nous avons extrapolé la planification des chiffres sur le portefeuille immobilier existant au jour de l'évaluation jusqu'à l'année 2026, afin d'obtenir un horizon de planification qui coïncide avec le cycle d'investissement d'une société immobilière.
- Après la période prévisionnelle détaillée pour les années 2017 à 2026 inclus, nous calculons une valeur résiduelle sur la base du modèle de croissance Gordon, en prenant en compte un taux de croissance perpétuelle.
- Les éventuelles liquidités excédentaires sont ajoutées à la valeur de l'ensemble du capital.
- Les dettes portants intérêts de la société sont soustraits.
- La valeur des fonds propres ainsi calculée est ensuite divisée par le nombre d'actions en circulation, permettant d'obtenir la valeur d'une action avant la réduction de la valeur nominale.
- Les CHF 90 à verser en raison de la réduction de capital décidée sont ensuite déduits de la valeur par action calculée, ce qui donne la valeur d'une action après la réduction de capital.

RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION

Modèle DCF (2 / 4)

Hypothèses de planification	2017 et ss
Recettes locatives visées 2017*	CHF 15,5 mio.
Recettes locatives effectives 2017*	CHF 14,6 mio.
Perte de loyer	5,8%
Charges immobilières 2017 dir. % des recettes locatives visées	CHF 2,5 mio. 16,4%
Croissance annuelle moyenne des revenus locatifs à partir de 2017	1,76% CAGR
Croissance annuelle moyenne des charges immobilières dir. à partir de 2017	2,28% CAGR
Charges immobilières moyennes dir. par rapport aux recettes locatives visées à partir de 2017	18,0%
Investissements de 2017 à 2021 (y compris le projet de développement de Rickenbach bei Wil et les rénovations de Klosters et Laupen en 2017)	CHF 31,2 mio.

* y c. Recettes Business Apartments
Chiffre d'affaires 2017: CHF 930'000, taux d'occupation 97%

Source: ImmoMentum

Hypothèses quant à l'évolution future

- Conformément aux principes d'évaluation «Stand Alone» et «Going Concern», nous partons du principe que le portefeuille d'ImmoMentum gardera la même composition qu'au jour de détermination de l'évaluation pendant toute la période de planification:
 - 5 objets mixtes logements et commerces;
 - 2 objets purement commerciaux;
 - 23 immeubles résidentiels existants;
 - 1 immeuble résidentiel existant avec Business Apartments;
 - 1 nouveau projet de construction achevé (immeubles résidentiels à Rickenbach bei Wil);
 - 1 objet de négoce à Klosters.
- Les éventuelles synergies qui pourraient être générées par la reprise ou par des investissements dans d'autres immeubles n'ont pas été prises en compte.
- La planification jusqu'à l'année 2026 reflète l'évolution stable de la société et repose sur une poursuite des chiffres historiques.
- En matière de planification, l'immeuble de la Steinentorstrasse à Bâle sera loué en tant que Business Apartment jusqu'en 2018, puis comme logement classique.
- Les taux de vacance à attendre sont calculés en fonction des valeurs passées et du type d'objet.
- Les frais d'administration sont obtenus par objet à partir des valeurs historiques de la direction et sont ajustés au fil du temps par type d'objet en fonction de la grandeur visée. Les éventuels paiements liés au droit de superficie restent inchangés dans le temps.
- Le calcul des commissions de gestion et de performance correspond aux engagements contractuels décrits dans le rapport d'activité 2016 (rapport de rémunération). Dans la mesure où la présente évaluation se base sur le parc immobilier actuel sans autre accès potentiel au portefeuille, aucune commission de performance n'a été prise en compte dans l'évaluation.
- Il existe un plan d'investissement par immeuble pour les années 2017 jusqu'à 2021 inclus. Ensuite, nous supposons qu'il y aura un cycle d'investissement régulier. Les investissements sous forme de frais de remise en état seront considérés comme des investissements de maintien de la valeur, en partant du principe qu'une certaine partie de ces frais sont considérés comme générateurs d'une plus-value et seront affectés aux revenus.

RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION

Modèle DCF (3 / 4)

Détermination du WACC

Détermination des coûts des fonds propres selon CAPM

Obligations d'état à 10 ans	1	0.25%
Re-levered Beta avec la structure du capital visée	2	0.77
Prime de risque du marché	3	5.69%
Prime liée à la taille de l'entreprise	4	3.58%
Coûts de fonds propres	C	8.21%

Détermination des coûts des capitaux étrangers

Total des coûts des capitaux étrangers	1.49%
Déduction fiscale	19%
Coûts des capitaux étrangers	B 1.21%

Structure du capital selon le Peer-Group

Part des fonds propres	40.0%
Part des capitaux étrangers	60.0%
WACC	A 4.01%

Source: Calculs BDO

Sociétés comparables

Les chiffres-clés des sociétés immobilières suivantes ont été pris en compte pour le calcul du WACC:

- Allreal Holding
- Swiss Prime Site AG
- PSP Swiss Property AG
- Mobimo Holding AG

Les critères suivants étaient pertinents:

- 1) Les actions doivent être liquides;
- 2) Le portefeuille doit comporter une part importante d'immeubles résidentiels et d'immeubles à usage mixte.

Les informations sur les sociétés figurent à l'annexe 1.

Détermination des coûts du capital pondérés

- A** Le taux des coûts moyens pondérés du capital («WACC - Weighted Average Cost of Capital») de 4.01% prend en compte le rendement approprié des fonds propres ainsi que le coût prévu des fonds de tiers pour l'avenir, pondérés chaque fois selon la structure du capital visée de l'entreprise à long terme, cette structure ayant été calculée à partir de comparaisons avec des entreprises cotées en Bourse comparables,

$$WACC = \frac{D}{D+E} * k_D * (1-t) + \frac{E}{D+E} * k_E$$

avec:

- D = part des capitaux étrangers
- E = part des fonds propres
- k_D = charges d'intérêt pour les capitaux étrangers
- t = taux d'imposition
- k_E = coûts des fonds propres

- B** Les coûts des capitaux étrangers de 1,49% correspondent aux taux d'intérêt moyens actuels de la société pour les emprunts hypothécaires et autres prêts. En tenant compte de la déductibilité fiscale («tax shield») des intérêts sur les fonds de tiers, on obtient un taux de coûts des capitaux étrangers de 1,21%.

- C** Le rendement des fonds propres de 8.21% est calculé comme suit avec le CAPM («Capital Asset Pricing Model»),

$$k_E = i + \beta * r_M + sp$$

avec:

- k_E = coûts des fonds propres
- i = taux d'intérêt sans risque
- β = facteur bêta propre à l'entreprise
- r_M = prime de risque de marché
- sp = majoration liée à la taille selon Duff & Phelps, Valuation Handbook 2016

- 1** Taux d'intérêt sans risque: Le taux d'intérêt sans risque sur lequel se fondent les travaux d'évaluation reflète le rendement historique moyen sur cinq ans à l'échéance des emprunts à dix ans de la Confédération suisse.
- 2** Bêta: Cette valeur représente le risque systématique d'une action déterminé par le CAPM. Les bêtas des groupes de pairs sont étudiés sur le marché des capitaux. La valeur des bêtas correspond à la médiane du groupe de pairs.
- 3** Prime de risque de marché: La prime de risque de marché estimée correspond à la différence entre, d'une part le rendement du marché d'actions suisse, et d'autre part le rendement sans risque des emprunts d'Etat correspondants au cours d'une période représentative. Le montant retenu de la prime de risque de marché de 5,69% est basé sur les recherches menées par Aswath Damodaran et Duff & Phelps.
- 4** Majoration liée à la taille: La majoration liée à la taille, calculée à partir des études empiriques effectuées par Duff & Phelps, tient compte du fait que par rapport à une grande entreprise (p. ex. blue chip), un investissement dans une entreprise plus petite peut permettre d'atteindre un rendement plus élevé, quoi que plus volatile. Par conséquent, un investisseur dans une petite entreprise demande un rendement plus élevé.

RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION

Modèle DCF (4 / 4)

Calcul de la valeur par action

(CHF '000)	
Valeur des immeubles ¹⁾	276'067
+ Valeur en espèces des objets commerciaux	3'913
- Valeur en espèces autres frais de la société	-29'906
Valeur du capital total au 31.12.2016	250'074
+ Liquidités	1'882
- Dettes financières à court terme	-8'072
- Dettes financières à long terme	-160'439
- Réduction des fonds propres	-3'240
Valeur des fonds propres au 31.12.2016	80'205
Valeur des fonds propres au 28.08.2017 ²⁾	82'306
Nombre d'actions en circulation diluées	35'911
Valeur par action au 28.08.2017 (en CHF)	2'292

1) D'après l'évaluation DCF des immeubles

2) Avec un WACC de 4,01%

Source: Calculs BDO

Analyse de sensibilité Valeur par action

WACC	Variation du taux de vacance				
	0.50%	0.25%	0.00%	-0.25%	-0.50%
4.21%	1'767	1'796	1'824	1'853	1'881
4.11%	1'992	2'021	2'051	2'080	2'110
4.01%	2'231	2'262	2'292	2'322	2'353
3.91%	2'487	2'518	2'550	2'581	2'613
3.81%	2'761	2'793	2'826	2'858	2'891

Source: Calculs BDO

Vue d'ensemble des paramètres d'évaluation

- Jour de détermination de l'évaluation: 28 août 2017
- Liquidités excédentaires: CHF 1,9 million
- Prêts hypothécaires: CHF 160,4 millions
- Autres prêts portant intérêts: CHF 8,1 millions
- Taux de capitalisation: 4,01%
- Croissance perpétuelle de la valeur résiduelle: 1,00%
- Actions en circulation diluées: 35'911
- Croissance du revenu net (exercices 2017 à 2026): 1,76% (CAGR)
- Rapport moyen des charges immobilières directes/du loyer visé (exercices 2017 à 2026): 18,0%
- Taux d'imposition moyen (exercices 2017 à 2026): 19%
- Amortissements annuels moyens sur les immeubles (exercices 2017 à 2026): CHF 4,0 millions
- Investissements annuels moyens dans les immeubles (exercices 2017 à 2026): CHF 3,9 millions

Evaluation d'ImmoMentum

- L'évaluation au moyen de la méthode DCF donne, au 31 décembre 2016, une valeur des fonds propres après réduction de la valeur nominale de CHF 80.2 millions.
- Majorée des intérêts jusqu'au 28 août 2017, le dernière jour de bourse dans la publication de l'offre, on arrive à une valeur de CHF 82,3 millions.
- Sur la base d'un nombre d'actions en circulation diluées de 35'911 et d'un remboursement de la valeur nominale de CHF 90 par action, la valeur par action hors réduction de la valeur nominale s'élève à CHF 2'292. Les tableaux de gauche illustrent ce calcul.
- En s'appuyant sur une analyse de sensibilité sur le taux d'escompte (WACC) et la variation du taux de vacance, on obtient une fourchette de ① CHF 2'021 à ② CHF 2'581 hors réduction de la valeur nominale par action d'ImmoMentum.

RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION

Adjusted Net Asset Value

Calcul de la valeur par action

(CHF'000)	
Valeur des fonds propres avant la réduction	54'609
- Réduction de la valeur nominale ¹	-3'240
Total de la valeur des fonds propres après la réduction	51'369
+ Différence entre la valeur de marché et la valeur comptable ²	59'751
- Impôts latents ³	-6'573
- Valeur en espèces autres frais de la société ⁴	-29'906
- Vente de Klosters - Bénéfice ⁵	500
ANAV au 31.12.2016	75'141
ANAV au 28.08.2017 ¹⁾	77'109
Nombre d'actions	35'911
ANAV par action au 28.08.2017 (en CHF)	2'147
1) Avec un WACC de 4,01%	

Source: ImmoMentum, Calculs BDO

Analyse de sensibilité Valeur par action

WACC	Variation du taux de vacance		
	0.25%	0.00%	-0.25%
4.11%	¹ 1'914	1'935	1'957
4.01%	2'125	2'147	2'169
3.91%	2'351	2'374	² 2'397

Source: Calculs BDO

Calcul de l'Adjusted Net Asset Value d'ImmoMentum

- Pour vérifier la plausibilité de l'évaluation DCF ci-dessus, nous avons calculé l'Adjusted Net Asset Value («ANAV»). Pour cela, nous nous sommes essentiellement appuyés sur la NAV publiée au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017, celle-ci ayant été corrigée des éléments suivants:
 - ¹ La diminution du capital de CHF 90 par action, d'un montant nominal d'origine de CHF 960 à CHF 870 décidée le 18 mai 2007 par l'assemblée générale réduit les fonds propres d'un montant total de CHF 3,24 millions. On obtient ainsi une valeur des fonds propres de CHF 51,4 millions.
 - ² Comme il a été décrit ci-dessus, la société inscrit son portefeuille au bilan selon les coûts d'acquisition moins les amortissements liés l'utilisation. Nous avons par conséquent corrigé la valeur intrinsèque de la différence de CHF 58,4 millions entre la valeur comptable indiquée au 31 décembre 2016 et la valeur des immeubles en vertu de l'évaluation DCF.
 - ³ Compte tenu de la représentation décrite ci-dessus relative aux coûts d'acquisition corrigés de l'utilisation, ImmoMentum n'est pas tenue d'inscrire des provisions pour impôts latents au bilan. Dans le calcul de la NAV figurant dans son rapport d'activité, la société elle-même prend en compte la valeur intégrale des impôts latents sur les amortissements réintroduits. On ne sait toutefois pas très bien si et quand une vente d'immeubles a lieu et entraîne par conséquent des impôts sur les gains immobiliers. C'est pourquoi nous n'avons pris en compte que 50% des provisions pour impôts latents sur la différence entre la valeur comptable et la valeur DCF. Par prudence, nous avons cependant considéré la provision totale.
 - ⁴ Les autres frais de la société sont une valeur en espèces de tous les frais que la société doit assumer mais qui ne sont pas intégrés à l'évaluation DCF des divers immeubles. En font notamment partie les frais tels que les honoraires du CA, les frais d'exploitations généraux ainsi que les frais de maintien de la cotation de la société. Le relevé des frais tient compte de l'effet fiscal.
 - ⁵ La société prévoit la vente de l'immeuble Klosters et des logements en propriété par étage d'ici la fin de l'année 2017. Les frais d'acquisition sont inscrits au bilan au 31 décembre 2016 en tant qu'objets de négoce. Le bénéfice escompté de la vente a été intégré dans le calcul de l'ANAV en tenant compte de l'impôt potentiel sur les gains immobiliers.

Calcul de la valeur par action d'ImmoMentum

- Après prise en compte des ajustements exposés ci-dessus, on obtient au 31 décembre 2016 une ANAV de CHF 75,1 millions. Majorée des intérêts jusqu'au 28 août 2017, le dernier jour de bourse dans la publication, on arrive à une valeur de CHF 77,1 millions. Divisée par le nombre d'actions en circulation au jour déterminant pour l'évaluation, on aboutit à une NAV par action de CHF 2'147 hors réduction de la valeur nominative.
- En s'appuyant sur une analyse de sensibilité sur le taux d'escompte (WACC) et la variation du taux de vacance, on obtient une fourchette de ¹ CHF 1'914 à ² CHF 2'397 hors réduction de la valeur nominale par action d'ImmoMentum.

RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION

Analyse des Trading Multiples sur la base de sociétés immobilières comparables

Calcul de la valeur par action avant impôts latents (base: cours des actions par rapport à la NAV des sociétés comparables)

(CHF'000)	
Fonds propres au 31.12.2016 après réduction ¹⁾	51'369
Addition des amortissements prévus	28'487
NAV de la société au 31.12.2016	79'856
Nombre d'actions en circulation	35'911
NAV avant impôts par action au 31.12.2016 (en CHF)	2'227
Médian Multiple du groupe comparatif	1.00
NAV avant impôts latents au 31.12.2016	2'236
NAV avant impôts latents au 28.08.2017 (en CHF) ²⁾	1 2'295

Calcul de la valeur par action après impôts latents (base: cours des actions par rapport à la NAV des sociétés comparables)

(CHF'000)	
Fonds propres au 31.12.2016 après réduction ¹⁾	51'369
Addition des amortissements prévus	28'487
Impôts latents	-6'267
NAV de la société au 31.12.2016	73'589
Nombre d'actions en circulation	35'911
NAV après impôts par action au 31.12.2016 (en CHF)	2'052
Médian Multiple du groupe comparatif	1.15
NAV après impôts latents au 31.12.2016	2'366
NAV après impôts latents au 28.08.2017 (en CHF) ²⁾	2 2'428

1) Voir calculs ANAV page 20

2) Avec un WACC du 4,01%

Source: Rapport d'activité ImmoMentum 2016, Calculs BDO

Analyse de sociétés immobilières comparables

- L'univers des sociétés immobilières suisses cotées en Bourse ayant la même stratégie qu'ImmoMentum est limité. D'un côté, il y a les sociétés dont les titres, comme ImmoMentum, ne sont pas liquides au sens de la LIMF. De l'autre, il existe des sociétés comparables avec des titres liquides, mais qui ont cependant parfois d'autres portefeuilles stratégiques (combinaison logements / commerces, industrie, catégories de placement et régions).
- Pour la détermination des chiffres comparatifs, nous nous sommes donc appuyés sur les sociétés que nous avons identifiées dans le cadre du calcul du WACC et qui ont le plus de rapport avec l'accent mis par ImmoMentum sur les immeubles résidentiels.
- La présente évaluation à l'aide de multiples sert uniquement à vérifier la plausibilité de la fourchette calculée avec la méthode DCF.

Méthodes d'évaluation

- Le cours d'une action de société immobilière cotée est habituellement dans le même ordre de grandeur que la NAV. La différence entre les cours de l'action et la NAV s'explique en général par le rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable. Nous avons procédé à une analyse de la group de pairs (selon annexe 1) pour montrer avec quelle majoration par rapport à leur NAV les actions étaient négociées.
- Pour évaluer ImmoMentum à l'aide des Trading Multiples, nous avons multiplié la NAV par action en circulation avant et après les impôts latents selon l'évaluation de la société au 31 décembre 2016 par la valeur moyenne des multiples du groupe de pairs. La valeur des fonds propres qui en est résulté au 31 décembre 2016 a ensuite été majorée des intérêts au 28 août 2017.
- Le calcul des multiples des sociétés comparables se trouve dans l'annexe 2 à évaluation.

Evaluation d'ImmoMentum

- Sur la base de notre analyse, on obtient une fourchette de valeurs par action de **1** CHF 2'295 à **2** CHF 2'428 hors réduction de la valeur nominative.
- Cette fourchette de valeurs est en corrélation avec les résultats de l'évaluation DCF et de l'évaluation à l'aide de l'ANAV.

RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION

Analyse du cours des actions

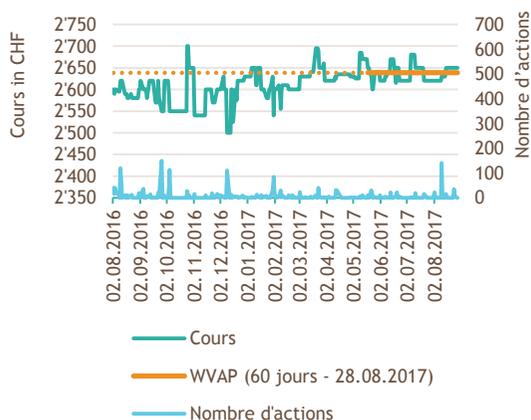
Informations importantes sur le négoce effectué au cours des 12 mois précédant l'offre

Prix le plus élevé	CHF 2'700
Prix le plus bas	CHF 2'500
Dernier prix payé	CHF 2'650
VWAP des 60 derniers jours de négoce	CHF 2'640
Nombre de jours de négoce possibles	253 Tage
Nombre de jours de négoce effectifs	97 Tage
Pourcentage des jours ayant fait l'objet d'un négoce	38.3%

Evolution du cours des actions et du volume du négoce

- L'action d'ImmoMentum est négociée à la BX depuis avril 2008. Elle a clôturé le premier jour de Bourse à un cours de CHF 1'360. Depuis, le cours fluctue dans une fourchette de CHF 1'355 à CHF 2'780.
- Le cours le plus élevé payé a été de CHF 2'780, le 12 février 2016, et le cours le plus bas payé, de CHF 1'355, a été enregistré du 1^{er} septembre au 15 avril 2008, c'est-à-dire à une date proche de l'introduction en Bourse et du cours d'ouverture. Depuis, le cours a continuellement évolué à son niveau actuel d'environ CHF 2'600.
- Le prix le plus élevé payé au cours des 12 mois précédant l'offre a atteint CHF 2'700, le plus bas CHF 2'500.
- Le dernier prix payé avant le jour de la publication de l'offre était de CHF 2'650 le 25 août 2017. L'offre en espèces par action du CHF 2'810 est donc supérieure de CHF 160 au montant du dernier cours de l'action.
- Comparé au cours moyen pondéré du volume des 60 derniers jours de négoce avant la date de l'offre («VWAP 60 jours») de CHF 2'640, l'offre en espèces tient compte d'une prime en espèces de 6,4% ou CHF 170 par action.
- Le titre n'a été échangé que lors de 14 jours sur les 60 derniers jours de négoce possibles avant la date de l'offre. Pour prendre en compte les 60 jours de négoce effectifs jusqu'à la date de l'offre du 28 août 2017, la période a dû être prolongée jusqu'au 29 décembre 2016, ce qui correspond à un total de 167 jours de négoce.

Evolution du cours et volume depuis août 2016



Analyse de la liquidité

- En vertu du droit de reprise en vigueur, toutes les actions qui ne font pas partie du Swiss Leader Index sont considérées comme liquides «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)» (cf. Circulaire COPA n° 2, du 26 février 2010).
- Compte tenu de la faible activité de négoce, le titre d'ImmoMentum n'a jamais atteint cette valeur indicative de 0,04% au cours des 12 derniers mois. Dans 10 des 12 mois précédant l'offre, la médiane était de 0,00%. Le titre n'a été négocié plus de 50% des jours de négoce possibles que trois fois, en août 2016, décembre 2017 et janvier 2017, si bien que la médiane était supérieure à 0,00% mais toujours nettement inférieure à 0,04%.
- Sur la base de toutes les analyses et du droit de reprise en vigueur, les actions d'ImmoMentum doivent être considérées comme illiquides. Par conséquent, pour une offre, le cours boursier d'ImmoMentum n'est pas déterminant concernant la règle du prix minimum.

Source: Thomson REUTERS EIKON, Berne eXchange, analyse BDO

RÉFLEXIONS SUR L'ÉVALUATION

Décote pour illiquidité

Informations importantes sur le négoce effectué au cours des 12 mois précédant l'offre

Prix le plus élevé	CHF 2'700
Prix le plus bas	CHF 2'500
Dernier prix payé	CHF 2'650
VWAP des 60 derniers jours de négoce	CHF 2'640
Nombre de jours de négoce possibles	253 Tage
Nombre de jours de négoce effectifs	97 Tage
Pourcentage des jours ayant fait l'objet d'un négoce	38.3%

Source: Thomson REUTERS EIKON, Berne eXchange, analyse BDO

Absence de liquidité du titre d'ImmoMentum

- L'absence de dynamique de l'offre et de la demande du titre d'ImmoMentum s'exprime dans une faible activité de négoce, ce qui, comme nous l'avons exposé ci-dessus, conduit à ce que l'action d'ImmoMentum ne soit pas liquide au sens du droit de reprise en vigueur. Du fait de cette faible activité de négoce, le cours boursier n'est pas non plus l'indice d'un prix minimal car l'absence d'une activité de marché d'acheteurs et de vendeurs ne définit pas de véritable prix du marché.
- Le cours d'une action comporte implicitement une décote minoritaire puisque les titres minoritaires sont en principe négociés à la Bourse, mais pas de décote pour illiquidité.
- Dans leurs réflexions, les investisseurs prennent en compte la liquidité d'un investissement lors de l'évaluation. En comparaison, un investisseur sera moins payé pour un investissement non liquide que pour un investissement identique, qui peut plus facilement être cédé.
- Un investissement illiquide est en général évalué comme s'il présentait une liquidité totale, puis se voit appliqué une décote pour l'absence de liquidité. Une telle décote est qualifiée de décote de fongibilité. Les analyses empiriques sur la décote de fongibilité s'appuient surtout sur des études qui comparent le prix d'acquisition de sociétés publiques et privées (cf. p. ex. «Shannon P. Pratt, Business Valuation, Discounts and Premiums»). De telles études définissent, pour les titres non liquides, des décotes de l'ordre de 20% à 30% de la valeur des fonds propres dans le cadre d'une liquidité intégrale.
- L'illiquidité d'une action d'ImmoMentum ne peut toutefois pas être comparée avec l'illiquidité d'actions d'une société privée. En effet, les titres d'ImmoMentum sont cotés à la BX, bourse suisse officielle, si bien que tout investisseur, même dans le cas de négociabilité limitée de l'action, dispose d'une plate-forme publique sur laquelle l'action peut être échangée. Il n'existe pas de telle plate-forme pour les actions privées.
- Un investisseur qui détient un titre coté a la possibilité d'acquérir une option put pour se prémunir contre une baisse de cours. Le prix fictif d'une telle option reflète les coûts de liquidité d'un titre¹⁾.
- Pour ImmoMentum, les options put ont été calculées avec diverses échéances (3 mois, 6 mois et 12 mois). Le calcul repose sur le modèle du prix de l'option de Black et Scholes et s'appuie sur les données qui ont été déduites des entreprises comparables. Les détails des calculs se trouvent en annexe 3.
- Sur la base des calculs, on peut déduire et défendre une décote de fongibilité allant jusqu'à 5%.

¹⁾ cf. Business Valuation Review, Volume 35, issue 4, Winter 2016, Seite 135ff.



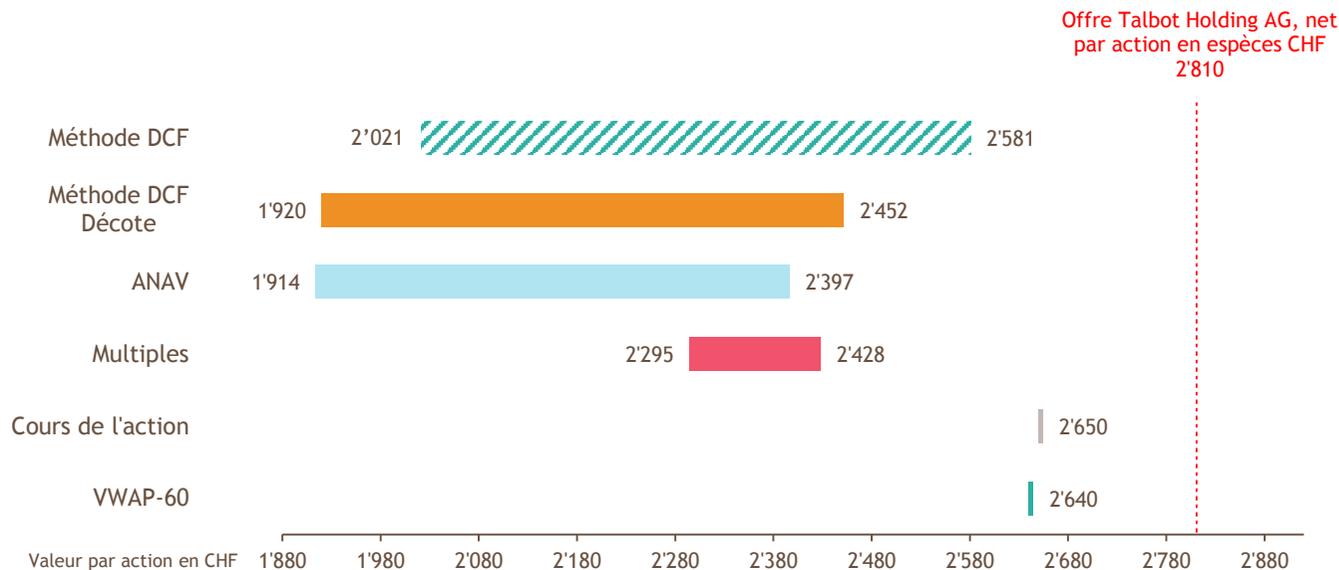
RÉSULTAT DE LA FAIRNESS OPINION

RÉSULTAT DE LA FAIRNESS OPINION

Résultats de l'évaluation de la valeur d'une action d'ImmoMentum AG

- Le graphique ci-contre résume les résultats de notre analyse d'évaluation. La principale méthode utilisée a été la méthode DCF. Pour étudier la plausibilité du résultat avec cette méthode, nous avons appliqué une analyse ANAV et une sélection de méthodes basées sur la valeur du marché.
- Nous avons en outre analysé le cours de l'action et le volume négocié pendant les 12 derniers mois.
- Le jour de détermination de l'évaluation est le 28 août 2017.
- L'analyse DCF donne une fourchette de CHF 2'2021 à CHF 2'581 par action hors réduction de la valeur nominative.
- L'ANAV de la société aboutit à une fourchette par action de CHF 1'914 à CHF 2'397 hors réduction de la valeur nominative.
- La fourchette avec les multiples est de CHF 2'295 à CHF 2'428 hors réduction de la valeur nominative.
- Le cours de l'action illiquide le jour de l'offre, soit CHF 2'650, c.-à-d. que l'offre comporte une prime de CHF 250 par action respectivement CHF 160.
- Le VWAP des 60 dernier jour de négoce soit 2'640, c.-à-d. que l'offre comporte une prime de CHF 170 par action par rapport au VWAP.
- Compte tenu de la décote due à la liquidité restreinte du titre, on obtient pour la principale méthode DCF une fourchette de CHF 1'920 à CHF 2'452 par action d'ImmoMentum.

Vue d'ensemble de l'évaluation (CHF par action d'ImmoMentum hors réduction de la valeur nominative)



Sur la base de la fourchette d'évaluation calculée au moyen de l'analyse DCF de CHF 1'920 à CHF 2'452 par action d'ImmoMentum, y compris la décote de 5% pour manque de liquidité de l'action, et en s'appuyant sur la vérification de la plausibilité de la valeur par d'autres méthodes, l'offre de CHF 2'810 par action d'ImmoMentum au 29 août 2017 le jour de l'offre, doit être considérée comme juste et appropriée du point de vue financier.

O. Ambs

Oliver Ambs

Julia Wingen

Julia Wingen



ANNEXES

THÈMES	PAGE
Groupe de pairs	27
Calcul de la NAV	28
Analyse décote pour illiquidité	29
Abréviations et définitions	30

ANNEXE 1

Analyse bêta

Group de pairs Sociétés comparables	Ticker	¹⁾ Market cap	Net debt/ market cap	²⁾ Taux d'imposition	³⁾ Bêtas avec dettes	⁴⁾ Bêtas apurés des dettes
Allreal Holding AG	ALLN.S	2'729	33.6%	23.8%	0.46	0.36
Swiss Prime Site AG	SPSN.S	6'165	61.7%	17.8%	0.51	0.34
PSP Swiss Property AG	PSPN.S	3'988	56.4%	18.1%	0.51	0.35
Mobimo Holding AG	MOBN.S	1'660	75.7%	8.7%	0.59	0.35
Moyenne			56.8%	17.1%	0.52	0.35
Médian			59.0%	17.9%	0.51	0.35

Remarques:

1) En millions CHF, source: Thomson Reuters EIKON

2) Selon rapport d'activités ou si pas disponible selon KPMG «corporate tax rates table global 2016»

3) Source: Thomson Reuters EIKON

4) Hamada Formula: = bêta avec dettes / [1+(1- taux d'imposition) * net debt/equity]

ANNEXE 2

Analyse à l'aide de Multiples au 31 décembre 2016

Group de pairs Sociétés comparables	Fonds propres en millions CHF	Dettes fiscales latente en millions CHF	Créances fiscales latentes en millions CHF	NAV avant impôts en millions CHF	Nombre d'actions en millions	NAV par action après impôts en CHF	NAV par action avant impôts en CHF	Cours de l'action en CHF	NAV Multiples après impôts	NAV Multiples avant impôts
Allreal Holding AG	2'087	193	- 35	2'245	15.9	130.89	140.80	151.30	1.16x	1.07x
Swiss Prime Site AG ¹⁾	5'177	1'072	- 25	6'224	71.5	72.43	87.08	83.35	1.15x	0.96x
PSP Swiss Property AG	3'867	772	- 8	4'630	45.9	84.30	100.95	88.00	1.04x	0.87x
Mobimo Holding AG	1'351	158	- 2	1'506	6.2	217.26	242.34	254.75	1.17x	1.05x
Moyenne									1.13x	0.99x
Médian									1.15x	1.00x

Source: Rapport d'activités, Thomson Reuters EIKON

1) Sans restatement par 30.06.2017 (Semi-Annual Report)

ANNEXE 3

Analyse décote pour illiquidité

Group de pairs Sociétés comparables	Volatilité annualisé 3 mois	Volatilité annualisé 6 mois	Volatilité annualisé 12 mois
Allreal Holding AG	16.40%	13.81%	11.62%
Swiss Prime Site AG ¹⁾	12.81%	13.39%	13.74%
PSP Swiss Property AG	11.23%	14.18%	13.21%
Mobimo Holding AG	11.64%	13.18%	12.56%
Moyenne	12.23%	13.60%	12.88%
Médian	13.02%	13.64%	12.78%

Source: Thomson Reuters EIKON

Calculution de la décote pour illiquidité	3 mois	6 mois	12 mois
Prix par action	CHF 2'650	CHF 2'650	CHF 2'650
Prix d'exercice fictive de l'option	CHF 2'650	CHF 2'650	CHF 2'650
Durée en années	0.25	0.50	1.00
Taux d'intérêt sans risque	-0.84%	-0.80%	-0.67%
Médian volatilité annualisé	13.02%	13.64%	12.78%
Valeur d'une option put	CHF 66.12	CHF 96.81	CHF 126.50
Décote pour illiquidité ¹⁾	2.49%	3.65%	4.77%

Source: Thomson Reuters EIKON, Business Valuation Review, Volume 35, issue 4, Winter 2016, Seite 135ff

1) Option put en relation du prix par action

ANNEXE 3

Abréviations et définitions

Abréviations	Signification
ANAV	Adjusted Net Asset Value (valeur d'inventaire nette ajustée)
Offrante	Talbot Holding AG
BDO	BDO SA
BX	Berne eXchange
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Francs suisses
CHF'000	Milliers de francs suisses
DCF	Discounted Cash flow
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
LIMF	Loi sur l'infrastructure des marchés financiers
IMMN	Ticker de l'ImmoMentum AG a la BX
ImmoMentum	ImmoMentum AG (Société visée)
Mio.	Millions
NAV	Net Asset Value (valeur d'inventaire)
SPI	Swiss Performance Index
WACC	Weighted Average Cost of Capital (coûts moyens pondérés du capital)

Abréviations	Signification
VWAP-60	Volume Weighted Average Price / Cours moyenne calculé en fonction de la pondération des volumes des 60 derniers jours de Bourse avant la publication de l'offre
Société visée	ImmoMentum AG
VR	Valeur résiduelle
y.c.	y compris



INFORMATIONS SUPPLEMENTAIRES:

Oliver Ambs

+41 44 444 37 52

oliver.ambs@bdo.ch

Julia Wingen

+41 44 444 35 36

julia.wingen@bdo.ch

