

Fairness Opinion

Sur l'offre publique d'achat de BFW Holding AG portant sur les actions nominatives de classe A en circulation de BFW Liegenschaften AG

28 novembre 2019

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

Table des matières

1.	Introduction	Page 3
2.	Description de l'entreprise et aperçu du marché	Page 9
3.	Analyse d'évaluation	Page 17
4.	Analyse des mesures alternatives	Page 33
5.	Evaluation	Page 39
6.	Annexe	Page 42

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

Introduction

1.1	Contexte	Page 4
1.2	Notre mission	Page 5
1.3	Procédure	Page 6
1.4	Sources	Page 8

1 Introduction

1.1 Contexte



BFW Liegenschaften est une société immobilière cotée en bourse qui détient des immeubles de rendement à des emplacements attractifs pour les pendulaires en Suisse alémanique.

BFW Holding a l'intention d'acquérir toutes les actions de classe A en circulation de BFW Liegenschaften à un prix de CHF 44,25.

BFW Liegenschaften AG (« BFW Liegenschaften ») est une société immobilière fondée en 2000 qui est cotée à la bourse SIX Swiss Exchange depuis 2007. A fin septembre 2019, BFW Liegenschaften possède 35 objets immobiliers dont dix sont en vente et deux sont des immeubles en développement. La société se concentre sur les investissements dans des objets immobiliers à des emplacements attractifs pour les pendulaires en Suisse alémanique.

Le capital-actions de BFW Liegenschaften est composé de 2 887 407 actions nominatives de classe A d'une valeur nominale de CHF 6,10 chacune («actions (A)») ainsi que de 5 000 000 actions nominatives de classe B d'une valeur nominale de CHF 0,61 chacune («actions (B)»).

Depuis sa constitution, la majorité des actions de BFW Liegenschaften est détenue par Beat Frischknecht. Il contrôle actuellement 68,2% des voix et 26,0% du capital de la société par l'intermédiaire des sociétés BFW Holding AG («BFW Holding») et BFW Group AG, qu'il détient intégralement, sociétés qui possèdent ensemble une participation de 380 811 actions (A) et toutes les actions (B).

BFW Holding a présenté une offre volontaire en espèces («offre») pour les actions (A) qu'elle ne détient pas à un prix de CHF 44,25 par action.

En cas d'offre d'achat, le Conseil d'administration de l'entreprise cible doit examiner celle-ci et émettre une recommandation aux actionnaires. En cas d'offre publique d'achat, une

Fairness Opinion est en règle générale préparée afin d'aider le Conseil d'administration à prendre une décision quant à l'adéquation financière de l'offre.

1.2 Notre mission

La présente Fairness Opinion évalue l'adéquation financière de l'offre publique d'achat au moment de la publication du prospectus d'offre.

Pour l'évaluation de l'offre de BFW Holding, le Conseil d'administration de BFW Liegenschaften a créé un comité formé des administrateurs indépendants Prof. Dr. Christian Wunderlin et André R. Spathelf. IFBC AG ("IFBC") a été mandatée par le comité précité de BFW Liegenschaften pour procéder à une expertise sur l'adéquation financière de l'offre publique d'achat ("Fairness Opinion") portant sur BFW Liegenschaften au moment de la publication du prospectus d'offre.

Le destinataire de la Fairness Opinion est exclusivement le comité précité du Conseil d'administration de BFW Liegenschaften, 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 rapport du Conseil d'administration du 29 novembre 2019.

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

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 cible et des personnes agissant de concert avec elle.

En établissant la Fairness Opinion, IFBC a présumé que les informations fournies par BFW Liegenschaften étaient exactes et complètes. La Direction de BFW Liegenschaften 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.

La présente Fairness Opinion a été remise au comité du Conseil d'administration de BFW Liegenschaften le 28 novembre 2019. La date de l'évaluation est le 27 novembre 2019.

Cette Fairness Opinion existe également en allemande.

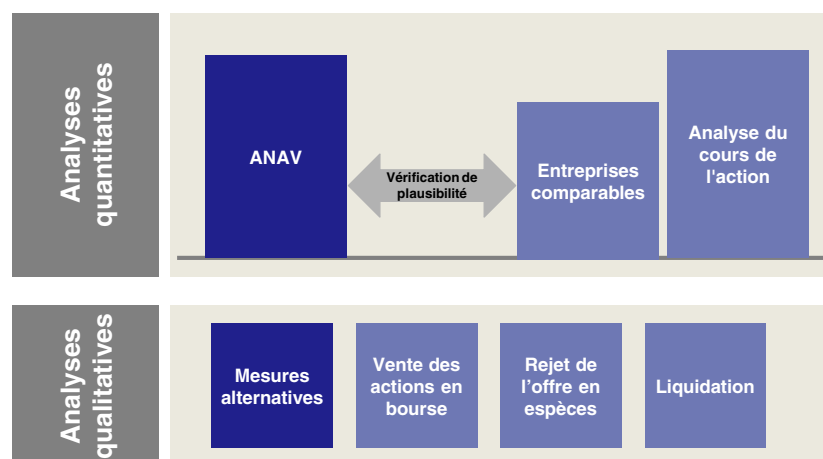
1.3 Procédure

La présente évaluation de l'adéquation financière de l'offre de BFW Holding aux actionnaires restants de BFW Liegenschaften se fonde sur les conclusions d'IFBC.

A cet effet, les analyses quantitatives suivantes sont effectuées dans un premier temps:

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

Ensuite, des mesures alternatives possibles des actionnaires minoritaires de BFW Liegenschaften sont décrites et évaluées d'un point de vue qualitatif. Le graphique suivant montre ces mesures alternatives sous forme de mots-clés et résume la procédure d'évaluation dans son ensemble:



L'évaluation de l'adéquation financière de l'offre de BFW Holding aux actionnaires de BFW Liegenschaften 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 du portefeuille d'immeubles de BFW Liegenschaften. Pour l'estimation des biens immobiliers, IFBC s'est fondée sur les informations fournies par l'expert immobilier de BFW Liegenschaften, KPMG.

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 de BFW Liegenschaften.

1.4 Sources

L'évaluation de BFW Liegenschaften et l'appréciation de l'offre se basent sur les éléments suivants:

- projet de prospectus d'offre du 27 novembre 2019;
 - rapports annuels 2017 et 2018 révisés de BFW Liegenschaften établis selon les normes Swiss GAAP RPC;
 - comptes semestriels non révisés au 30 juin 2019 et comptes trimestriels non révisés au 30 septembre 2019 de BFW Liegenschaften;
 - rapports d'estimation de KPMG au 30 juin 2019 relatifs aux biens immobiliers de BFW Liegenschaften;
 - procès-verbaux des réunions du Conseil d'administration de BFW Liegenschaften dès janvier 2018;
 - extrait du registre du commerce concernant BFW Liegenschaften au 27 novembre 2019;
 - rapports de révision à l'intention du Conseil d'administration pour les exercices 2017 et 2018;
 - contrats de vente relatifs aux immeubles vendus au cours du 2^e semestre 2019;
 - données financières et données relatives aux marchés des capitaux d'une sélection d'entreprises comparables (source: Bloomberg);
 - autres informations accessibles au public.
- En outre, des discussions ont été menées avec la Direction de BFW Liegenschaften.

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

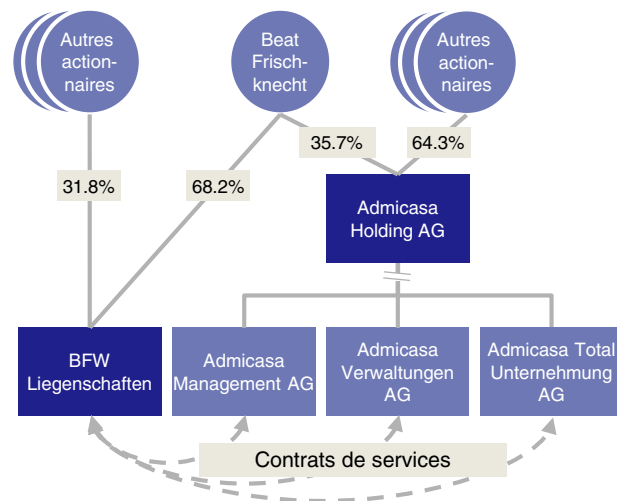
Description de l'entreprise et analyse du marché

2.1	Vue d'ensemble	Page 10
2.2	Portefeuille immobilier	Page 11
2.3	Situation financière	Page 13
2.4	Contexte économique et marché immobilier	Page 15

2 Description de l'entreprise et analyse du marché

2.1 Vue d'ensemble

Organigramme et structure de l'actionnariat



Source: BFW Liegenschaften; SIX Swiss Exchange; BX Swiss.

BFW Liegenschaften est une société immobilière dont le siège est à Frauenfeld. Elle investit principalement dans des immeubles d'habitation à des emplacements attractifs pour les pendulaires proches des centres économiques en Suisse alémanique. L'entreprise a été fondée en 2000 et elle est active dans le secteur immobilier depuis 2004. Depuis juin 2007, l'entreprise est cotée à SIX Swiss Exchange («SIX»).

Le fondateur de BFW Liegenschaften, Beat Frischknecht, détient à ce jour encore une participation significative dans la société. Par la possession directe et indirecte d'actions (A) et de toutes les actions (B), il détient 68,2% des droits de vote dans la société. Par ailleurs, 5,6% des droits de vote sont en possession de LLB Swiss Investment SA et 5,0% des droits de vote sont en possession de CACEIS (Switzerland) SA. Les autres actions sont détenues par des actionnaires au sein du public.

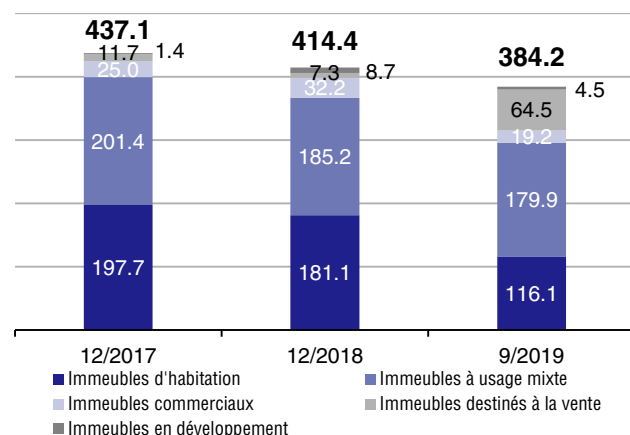
Le modèle d'affaires de BFW Liegenschaften consiste à investir dans un portefeuille immobilier suisse bien diversifié et de haute qualité et à l'exploiter activement. Ces activités, ainsi que la conduite stratégique de BFW Liegenschaften, sont prises en charge par Admicasa Verwaltung AG, Admicasa Management AG et Admicasa Totalunternehmung AG (ensemble, le «groupe Admicasa») et facturées à BFW Liegenschaften conformément aux coûts encourus. La collaboration entre les sociétés du groupe Admicasa et BFW Liegenschaften est régie par les contrats de services.

Le groupe Admicasa est coté à la bourse BX Swiss. En sus d'autres actionnaires, Beat Frischknecht détient une participation de 35,7% dans le groupe Admicasa. L'illustration ci-contre montre schématiquement la structure correspondante de l'actionnariat.

Au 30 septembre 2019, BFW Liegenschaften dispose d'un portefeuille de 35 immeubles, composé de 23 immeubles de rendement, dix immeubles destinés à la vente et deux immeubles en développement. Neuf des immeubles destinés à la vente ont pu être vendus depuis le 30 septembre 2019.

2.2 Portefeuille immobilier

Evolution de la valeur comptable et composition du portefeuille immobilier



Source: Comptes annuels 2018, comptes trimestriels au 30 septembre 2019 de BFW Liegenschaften.

BFW Liegenschaften investit principalement dans des immeubles de rendement à des emplacements attractifs pour les pendulaires proches des centres économiques en Suisse alémanique. La stratégie de placement prévoit plus particulièrement des placements dans des immeubles d'habitation. Des immeubles de bureau, commerciaux et industriels peuvent toutefois également être acquis. Le portefeuille immobilier doit être développé de manière durable par une acquisition sélective d'immeubles, la vente d'immeubles qui ne correspondent pas au portefeuille de base ainsi que l'exploitation du potentiel d'utilisation existant par le biais de projets de rénovation, d'agrandissement et de nouvelles constructions.

Le portefeuille immobilier dans son ensemble est formé au 30 septembre 2019 d'immeubles de rendement (CHF 315,2 millions), d'immeubles destinés à la vente (CHF 64,5 millions) ainsi que d'immeubles en développement (CHF 4,5 millions). Les immeubles de rendement se composent de onze immeubles à usage mixte d'une valeur totale de CHF 179,9 millions, neuf immeubles d'habitation d'une valeur totale de CHF 116,1 millions et trois immeubles commerciaux d'une valeur totale de CHF 19,2 millions.

Les immeubles destinés à la vente d'une valeur totale de CHF 64,5 millions représentent au 30 septembre 2019 16,8% de la valeur totale du portefeuille immobilier. Les immeubles destinés à la vente sont majoritairement des immeubles d'habitation.

Depuis 2017, BFW Liegenschaften a réduit ses placements dans l'immobilier. Cela est en particulier démontré par la réduction de la valeur totale du portefeuille immobilier, qui est

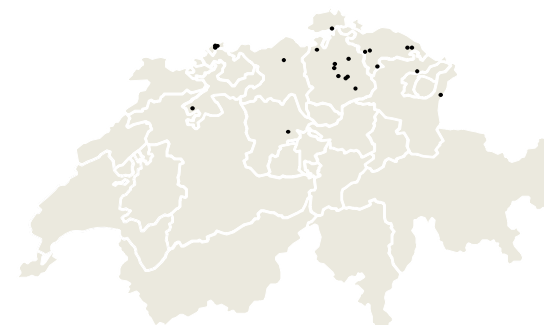
Portefeuille immobilier de BFW Liegenschaften

Localité	Adresse	Année de construction	Surface utile en m²	Valeur vénale au 30.9.2019 en millions CHF
Baden	Bruggerstrasse 137, 139	1987	3'999	
Bâle	Sperrstrasse 83/85	1987	1'547	
Frauenfeld	Wellhauserweg 56/56a	2007	2'269	
Glattfelden	Metteltobelstrasse 34-40/Schulstrasse 5-9	1984	3'583	
Kreuzlingen	Romanshornerstrasse 32a-44a	2010	5'638	
Romanshorn	Kreuzlingerstrasse 43	2014	2'662	
Weinfelden	Egelseestrasse 10-16	2000	2'953	
Wetzikon	Kindergartenstrasse 10, 12	1997	1'452	
Zweidlen	Unterwerkstrasse 26, 28, 30	2015	2'028	
Total immeubles d'habitation			26'131	116.1
Bâle	Belchenstrasse 5-7	1962	1'128	
Bâle	Birsigstrasse 80-82, Bachlettenstrasse 15	1975	2'992	
Bâle	Hegenheimerstrasse 43-49	1957	3'531	
Bâle	Klybeckstrasse 51, 53	1953	1'621	
Kreuzlingen	Hauptstrasse 8, 10, 12 / Brückenstrasse 1, 3	2015	5'217	
St-Gall	Zürcherstrasse 84/Schibistrasse 3, 5	2010	2'164	
Weinfelden	Freiestrasse 4	2017	3'228	
Zürich	Hönggerstrasse 40, Röschiachstrasse 22	1985	6'721	
Zürich	Schaffhauserstrasse 210	1964	2'257	
Zürich	Schaffhauserstrasse 453	1972	1'318	
Zürich	Witikonstrasse 311, 311b	1992	2'091	
Total immeubles à usage mixte			32'267	179.9
Kreuzlingen	Hauptstrasse 14/16	1899	2'541	
Weinfelden	Bahnhofstrasse 15	1908	1'792	
Winterthur	Scheideggstrasse 30	1959	10'684	
Total immeubles commerciaux			15'016	19.2
Benglen	Bodenacherstrasse 16, 18	1974	1'632	
Benglen	Bodenacherstrasse 79	1974	1'141	
Granges	Bündengasse 18, 20, 22	1929	1'571	
Granges	Kirchstrasse 72	1972	1'234	
Granges	Viaduktstrasse 5	1916	1'065	
Granges	Viaduktstrasse 9, 11	2015	1'918	
Haag	Thalisstrasse 2, 4, 6, 8	2009	3'073	
Lufingen	Moosbrunnstrasse 3-9	1890	2'383	
Neuhausen	Rundbuckstrasse 6	1989	1'584	
Oberrau	Rainacherstrasse 25-31	1986	3'540	
Total immeubles destinés à la vente			19'140	64.5
Rorschach	Löwenstr. 57-59, Löwengartenstr. 12-14	1970	2'470	
Steckborn	Augustinerstrasse			
Total immeubles en développement			2'470	4.5
Total immeubles			95'024	384.2

Source: Comptes trimestriels aux 30 juin 2019 et 30 septembre 2019.

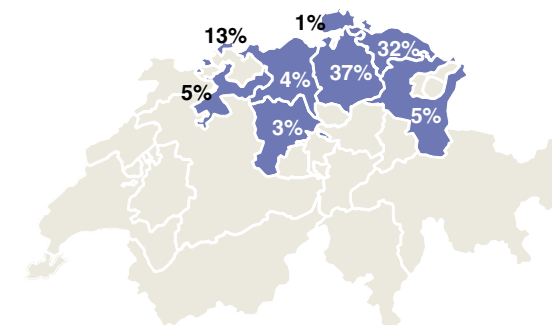
passée de CHF 437,1 millions en 2017 à CHF 384,2 millions à fin septembre 2019. Cette réduction a conduit à une concentration géographique plus importante des immeubles dans les régions de Zurich et de la Suisse orientale.

Emplacement géographique des immeubles de BFW Liegenschaften au 30 septembre 2019



Source: BFW Liegenschaften.

Part de la valeur vénale des immeubles de rendement par canton au 30 septembre 2019



Source: BFW Liegenschaften

Les immeubles de rendement se situent principalement dans les cantons de Zurich (37%), Thurgovie (32%) et Bâle-Ville (13%).

Environ 27,5% de la surface utile de 95 024 m² se situe dans des immeubles d'habitation, 34,0% dans des immeubles à usage mixte et 15,8% dans des immeubles commerciaux ou industriels. Au 30 juin 2019, le taux de vacance moyen de ces biens immobiliers était de 7,6%. En tenant compte des objets destinés à la vente, ce taux de vacance n'est plus que de 7,2%.

2.3 Situation financière

Chiffres-clé du compte de résultat et du bilan de BFW Liegenschaften

Compte de résultat (en millions CHF)	12/2017	12/2018	YTD 09/2019
Produit net de la location	20.8	19.6	13.8
Résultat de la vente d'immeubles de rendement	0.3	4.1	2.7
Total produit d'exploitation	21.0	23.7	16.5
Résultat de la réévaluation	8.1	10.3	1.1
Charges des immeubles	-3.7	-4.3	-3.0
Autres frais d'exploitation	-2.8	-3.0	-2.0
Résultat d'exploitation	22.6	26.5	12.6

Bilan (en millions CHF)	12/2017	12/2018	9/2019
Immeubles de rendement destinés à la vente	11.7	7.3	64.5*
Immeubles de rendement	424.0	398.4	315.2*
Immeubles en développement	1.4	8.7	4.5*
autres actifs	8.4	3.2	19.3
Total actifs	445.5	417.6	403.5
Total fonds étrangers portant intérêts	222.0	221.0	220.9
Instruments financiers dérivés	14.7	12.7	19.4
Provision pour impôts latents	16.3	17.8	17.1
Autres engagements	4.1	6.3	4.1
Total fonds étrangers	257.0	257.8	261.5
Total fonds propres	188.5	159.9	142.1
Total passifs	445.5	417.6	403.5
NAV par action (A) (en CHF)	40.3	42.7	41.9

(*) Estimation des immeubles au 30 juin 2019

Source: BFW Liegenschaften

Le produit d'exploitation (total) a augmenté de CHF 21,0 millions à CHF 23,7 millions entre 2017 et 2018. Cette augmentation s'explique uniquement par les recettes plus élevées dues à la vente d'immeubles de rendement. Au cours de la même période, les revenus provenant de la location des immeubles ont diminué, ce qui est dû en particulier à la réduction du portefeuille immobilier. En 2019, cette évolution s'est poursuivie. En raison de l'assainissement prévu du portefeuille par la vente de dix immeubles, les revenus locatifs conduiront vraisemblablement à diminuer au cours de l'année 2020.

Les frais des immeubles comprennent notamment les honoraires de gestion, les charges supportées par le propriétaire, les assurances, les frais de location, les impôts et taxes, les frais d'approvisionnement et d'évacuation ainsi que les frais liés à l'entretien des immeubles. Les autres frais d'exploitation comprennent les dépenses liées notamment à la gestion de l'entreprise, la révision des comptes, l'assemblée générale etc. Le résultat d'exploitation est passé de CHF 22,6 à CHF 26,5 millions entre 2017 et 2018, ce qui s'explique, outre les recettes plus élevées dues à la vente d'immeubles de rendement déjà mentionnées, par l'effet comptable de réévaluations. Au cours des trois premiers trimestres de l'année 2019, un résultat d'exploitation de CHF 12,6 millions a été obtenu.

Comme exposé dans le rapport annuel 2018 de BFW Liegenschaften AG, la société a décidé de réduire son portefeuille immobilier. Il en résulte une réduction de la valeur vénale des immeubles de rendement à CHF 315,2 millions à la fin du 3^e trimestre 2019. Par ailleurs, des immeubles d'une valeur totale de CHF 64,5 millions étaient en vente au 30 septembre 2019.

Les immeubles de rendement sont inscrits au bilan à leur valeur vénale, conformément aux valeurs estimées chaque semestre par KPMG. L'évaluation de KPMG repose sur la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie («Discounted Cash Flow», DCF). Dans ce cadre, les revenus générés par la location des immeubles sont calculés en tenant compte des taux de vacances actuels et futurs ainsi que des frais directement liés à l'immeuble.

Ainsi, les comptes au 30 septembre 2019 tiennent compte des valeurs vénale estimées par KPMG au 30 juin 2019. Les immeubles en développement sont inscrits au bilan sur la base des frais engagés.

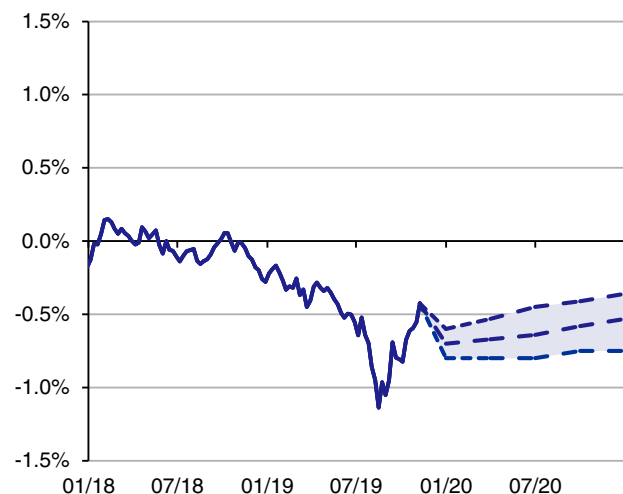
Au 30 septembre 2019, les fonds étrangers portant intérêts s'élevaient à CHF 220,9 millions, une valeur pratiquement inchangée par rapport aux deux années précédentes, en dépit d'une réduction du portefeuille immobilier. En conséquence, le Loan-to-Value Ratio¹ a augmenté de 54,1% à 62,5% au 30 septembre 2019. Les autres postes essentiels des passifs indiqués au bilan établi à la fin du 3^e trimestre 2019 sont notamment les instruments financiers dérivés d'une valeur de CHF 19,4 millions et des provisions pour impôts latents sur le portefeuille immobilier de CHF 17,1 millions. Ce dernier poste résulte de la différence entre les comptes établis conformément au droit fiscal (CO) et les comptes établis selon les normes Swiss GAAP RPC.

Les fonds propres indiqués au bilan s'élevaient à CHF 142,1 millions au 30 septembre 2019. La Net Asset Value par action A indiquée au bilan s'élevait ainsi à CHF 41,94.

¹ Loan-to-Value = (valeur des dettes financières + instruments financiers dérivés) / valeur du portefeuille immobilier.

2.4 Contexte économique et marché immobilier

Rendement des obligations de la Confédération suisse à 10 ans (en %)



Source: Bloomberg.

Au premier semestre 2019, la croissance économique observée en Suisse était nettement plus élevée que dans la plupart des pays européens. Le PIB a augmenté au cours du 1^{er} trimestre 2019 de 0,4% et au 2^e trimestre 2019 de 0,3%. Le SECO prévoit néanmoins que le taux de chômage augmentera dans un avenir proche.

La croissance démographique en Suisse s'est élevée à 0,8% et 0,7% pour les années 2017 et 2018 respectivement. Les pronostics prévoient une croissance démographique comparable au cours des prochaines années, ce qui devrait avoir un impact positif sur le marché immobilier.²

Le ralentissement international de la conjoncture, les risques géopolitiques parfois importants ainsi que les prévisions d'inflation faible ont conduit les banques nationales à réduire encore les taux d'intérêt. Par conséquent, les taux d'intérêts ont encore baissé au cours du premier semestre 2019.³

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 à gauche) font en sorte qu'en dépit d'une régulation plus stricte en matière de financement immobilier, le niveau de placement dans le secteur immobilier reste élevé. Cela se reflète en particulier dans l'activité de construction qui reste intense en Suisse. En 2019, le nombre de logements créé est, pour la quatrième fois consécutive, plus élevé que ne semble l'exiger la croissance démographique. De même, les demandes de permis de construire restent à un niveau élevé.⁴

² Source : Wüest Partner; Marché immobilier suisse 2019 | 3

³ Source : SECO; tendances conjoncturelles automne 2019, 12 septembre 2019.

⁴ Source : Wüest Partner; Marché immobilier suisse 2019 | 3

En raison de l'activité intense de construction des dernières années et de la croissance démographique faible, il faut prévoir une nouvelle augmentation des logements vacants en 2019.⁵ Dans l'ensemble, le taux de vacance a augmenté dans presque toutes les régions de Suisse au cours des trois dernières années. Dans les grands centres urbains et les agglomérations denses, il est toutefois resté très inférieur à un pour cent.⁶

En Suisse alémanique, il existe actuellement une grande différence entre les loyers des grands centres urbains et les loyers des agglomérations. Dans les grands centres urbains de Suisse alémanique, à savoir Zurich, Bâle et Berne, les loyers des communes environnantes (rayon de 10 km à compter des limites de la ville) sont en moyenne de 20% inférieurs à ceux du centre-ville. La pression reste forte en particulier pour le segment des loyers moyens.⁷

Sur le marché des surfaces de bureaux, on peut observer une durée de mise sur le marché de 70 jours en moyenne, étant toutefois précisé que l'offre de bureaux publiée est en légère diminution. Dans les régions de Berne et de Bâle, le marché s'est pour le moment stabilisé, de sorte que des loyers en légère augmentation ont été observés récemment.⁸

⁵ Source : Wüest Partner; Marché immobilier suisse 2019 | 3

⁶ UBS : Real Estate Focus 2019; janvier 2019.

⁷ Credit Suisse: Marché immobilier suisse 2019; mars 2019.

⁸ Source : Wüest Partner; Marché immobilier suisse 2019 | 3

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

Analyse d'évaluation

3.1	Méthode d'évaluation	Page 18
3.2	Adjusted Net Present Value	Page 18
3.3	Trading Multiples	Page 29
3.4	Analyse du cours de l'action	Page 31

3 Analyse d'évaluation

3.1 Méthode d'évaluation

Notre évaluation de BFW Liegenschaften se fonde avant tout sur la détermination de l'Adjusted Net Asset Value. La valeur par action (A) obtenue est vérifiée quant à sa plausibilité au moyen des résultats de l'analyse de Trading Multiples ainsi que du cours de l'action.

Pour évaluer l'adéquation financière de l'offre publique d'achat de BFW Holding à l'attention des actionnaires de BFW Liegenschaften, nous déterminons la valeur par action (A) de BFW Liegenschaften. Pour ce faire, dans un premier temps, l'Adjusted Net Asset Value («ANAV») au 27 novembre 2019 est déterminée. La valeur par action (A) est obtenue ensuite sur la base de la valeur des fonds propres qui en résulte et vérifiée quant à sa plausibilité sur la base de Trading Multiples. Enfin, la liquidité de l'action (A) de BFW Liegenschaften est analysée et le cours de l'action est comparé avec la valeur par action (A) obtenue à l'aide de l'ANAV ainsi que de l'évaluation fondée sur les Multiples. Toutes les analyses effectuées dans le présent chapitre se basent sur une évaluation Stand Alone de BFW Liegenschaften avec une présomption de poursuite des activités actuelles (présomption Going Concern).

3.2 Adjusted Net Asset Value

3.2.1 Méthode d'évaluation

Choix de la méthode

Une évaluation économiquement correcte des immeubles de sociétés immobilières est effectuée, selon la «Best Practice», sur la base de la Net Asset Value (NAV), puis l'évaluation de l'entreprise dans son ensemble dans le cadre d'une perspective plus large au moyen de l'ANAV. La NAV d'une société immobilière correspond, du point de vue du bilan, aux fonds propres, à savoir la somme des actifs moins le total des fonds étrangers. Il est à cet égard essentiel que l'estimation des immeubles individuels qui sont intégrés dans le bilan soit effectuée selon la méthode Discounted Cash Flow (DCF), dans le cadre

La méthode de l'Adjusted Net Asset Value est comparable à la méthode DCF reconnue tant dans la théorie que dans la pratique.

de laquelle les flux de trésorerie (futurs) pertinents générés par la possession et l'utilisation des biens immobiliers sont estimés et actualisés à la date de l'estimation. Cela signifie également que les fonds propres d'une société immobilière représente le point de départ économiquement correct pour l'évaluation de l'entreprise et de ses actions. Les immeubles intégrés au bilan sont estimés en fonction des prévisions, c'est-à-dire selon la méthode DCF, conformément à la Best Practice en matière d'estimation immobilière. A ceux-ci s'ajoutent les autres actifs dont l'importance est proportionnellement peu significative.

Une évaluation en fonction des prévisions d'une société immobilière en tant qu'entreprise dans son ensemble requiert en outre d'autres corrections de valeur (ajustements) pour les actifs (et éventuellement également pour les fonds étrangers). Toutes les valeurs au bilan peuvent potentiellement être revalorisées ou dévalorisées dans ce cadre. La valeur actuelle des frais administratifs attendus de la société (qui ne sont pas pris en compte lors de l'évaluation des immeubles individuels), qui constituent une composante de valeur négative, a un impact particulier. On parle à cet égard d'«autres frais de la société» (ou plus simplement «frais de la société») ou encore d'«autres frais d'exploitation», traités sous forme de somme des dépenses futures actualisées.

En tenant compte des (autres) frais de la société ainsi que d'autres revalorisations ou dévalorisations qui paraissent opportunes dans le cas concret (p.ex. impôts latents, différences entre les valeurs au bilan et les valeurs de marché actuelles etc.) la NAV utilisée comme point de départ est intégrée dans l'ANAV (Adjusted Net Asset Value) déterminante pour l'évaluation de l'entreprise et des actions.

Dans le cas de BFW Liegenschaften, la valeur du portefeuille immobilier (à savoir la somme des immeubles individuels évalués en fonction des prévisions) est déterminée périodiquement par KPMG, plus précisément, comme exposé ci-dessus, la valeur actuelle des futures recettes nettes générées par le portefeuille immobilier, à savoir le produit net de la location et les dépenses liées aux immeubles. La valeur du portefeuille immobilier déterminée par KPMG et intégrée au bilan après addition des autres actifs et déduction du total des fonds étrangers, constitue la NAV qui servira de point de départ pour l'évaluation de BFW Liegenschaften, et correspond aux fonds propres inscrits au bilan.

Ensuite, les (autres) frais de la société futurs (constitués des frais pour les services de gestion, la révision, les estimations immobilières, la cotation en bourse etc.) doivent être déterminés et déduits, car ils constituent un poste déterminant pour l'évaluation. En outre, la valeur actuelle des (autres) frais de la société anticipés doit être calculée à titre de dépenses futures actualisées, comme c'est le cas ci-dessous pour BFW Liegenschaften. Les revalorisations et dévalorisations mentionnées ci-dessus doivent également être effectuées à titre d'ajustement de valeurs.

La valeur d'une action est alors obtenue en divisant l'ANAV par le nombre d'actions en circulation, étant précisé que dans le cas de BFW Liegenschaften, la différence de valeur nominale des classes d'actions A et B doit être prise en compte.

Le point de départ pour le calcul de l'ANAV de BFW Liegenschaften qui figure ci-dessous est le bilan au 30 septembre 2019 établi selon les normes Swiss GAAP RPC. Comme cela apparaît dans les postes du bilan, la NAV, qui correspond aux fonds propres de l'entreprise, est formée pour l'essentiel de la valeur au bilan du portefeuille immobilier après déduction du passif au bilan intitulé «fonds étrangers portant intérêts».

Dans le cas de BFW Liegenschaften, l'état de fait suivant doit également être pris en considération. Comme la vente d'immeubles au cours du deuxième semestre 2019 l'a démontré, les prix du marché obtenus pour ces biens immobiliers étaient supérieurs aux valeurs inscrites au bilan estimées par KPMG. Pour tenir compte de ce fait (survenu après la date de référence du bilan établi à la fin du 3^e trimestre 2019) dans notre évaluation, l'ANAV de BFW Liegenschaften est calculée une fois en tenant compte du potentiel de revalorisation et une fois sans en tenir compte.

3.2.2 ANAV, potentiel de revalorisation non compris

Pour calculer l'ANAV, les fonds propres de BFW Liegenschaften au 30 septembre 2019 ont fait l'objet des cinq ajustements suivants:

Détermination de l'ANAV, potentiel de revalorisation non compris (en millions de CHF)

Total fonds propres au 30.9.2019	142.1
1) Valeur de marché/valeur comptable immeubles vendus	6.3
2) Ajustement des impôts latents	7.4
3) Valeur de marché/valeur comptable prêts (après impôts)	-0.5
4) Valeur actuelle autres frais de la société	-41.4
ANAV au 30.9.2019	113.7
5) Décote pour illiquidité	-5.7%
ANAV au 30.9.2019 après décote pour illiquidité	107.3
ANAV au 27.11.2019	107.9
ANAV par action (A) au 27.11.2019 en CHF	31.85

Source: IFBC.

Pour calculer l'ANAV sans tenir compte du potentiel de revalorisation du portefeuille immobilier, nous nous basons sur la NAV indiquée par BFW Liegenschaften dans le bilan au 30 septembre 2019 établi selon les normes GAAP RPC. Celle-ci est ajustée sur la base des cinq éléments suivants:

- (1) Différence entre la valeur comptable et la valeur de marché des immeubles vendus au cours du 4^e trimestre 2019.

Dans le bilan au 30 septembre 2019, dix immeubles de rendement étaient classés dans la catégorie «destinés à la vente» pour une valeur comptable totale de CHF 64,5 millions. Neuf de ces immeubles ont pu dans l'intervalle être valablement vendus. Le produit net de la vente est supérieur à la valeur comptable des immeubles vendus. Par conséquent, les impôts effectifs sur les ventes sont supérieurs aux impôts latents de CHF 2,0 millions pris en compte dans le bilan au 30 septembre 2019. Pour déterminer la Fair Value des fonds propres, il convient par conséquent d'additionner le bénéfice net après impôts effectifs et de déduire les impôts latents déjà pris en compte dans les fonds propres au 30 septembre 2019. La vente des neuf immeubles aboutit à une augmentation nette de la NAV au 30 septembre 2019 de CHF 6,3 millions.

- (2) Ajustement des obligations fiscales latentes

Les immeubles inscrits au bilan à la valeur de marché, à l'exclusion des immeubles de rendement destinés à la vente au 3^e trimestre 2019, indiquent des obligations fiscales latentes de CHF 14,7 millions. Pour le calcul de la valeur des fonds propres de BFW Liegenschaften, la valeur comptable totale de ces obligations fiscales latentes est déduite. A l'heure actuelle, nous ne savons pas si, et le cas échéant, quand les immeubles restants seront vendus et les impôts correspondants seront dus.⁹ Par conséquent, lors du calcul de l'ANAV, seuls 50% de la valeur comptable des impôts latents imputables aux immeubles

⁹ Le dernier immeuble destiné à la vente, qui devrait prochainement être vendu, constitue une exception.

restants doivent être pris en compte.¹⁰ Par conséquent, CHF 7,4 millions sont additionnés aux fonds propres.

(3) Différence entre la valeur de marché et la valeur comptable des dettes financières

En raison de l'ajustement de la valeur comptable des dettes financières en fonction de leur valeur de marché, les fonds propres diminuent de CHF 0,5 millions.

Les taux d'intérêts fixes convenus pour les dettes financières de BFW Liegenschaften sont actuellement en partie 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 basée sur les conditions de crédit au moment où ces dettes financières ont été contractées a été prise en compte. 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 0,5 millions et partant une réduction des fonds propres de même montant.

(4) Valeur actuelle des autres frais de BFW Liegenschaften

Pour calculer la valeur actuelle des frais de société de BFW Liegenschaften, nous sommes basés sur un montant arrondi des autres frais d'exploitation de CHF 1,5 millions par année. Ceux-ci sont basés, d'une part, sur les frais de gestion convenus dans le contrat de gestion qui s'élèvent à 0,40% de la valeur du portefeuille immobilier¹¹ (après avoir tenu compte des immeubles destinés à la vente) ainsi que des frais administratifs et de cotation. Après actualisation des autres frais d'exploitation durables après impôts à

¹⁰ L'application d'une décote de 50% correspond à une durée de détention implicite d'environ 20 ans.

¹¹ Selon une analyse de la société de révision BDO, les frais de gestion actuels de 0,40% de la valeur de l'immeuble sont usuels sur le marché.

La valeur actuelle des futurs frais de la société s'élève à CHF 41,4 millions et réduit ainsi les fonds propres de BFW Liegenschaften du même montant.

l'aide d'un WACC après impôts réel de 2,9%¹², on obtient une valeur actuelle des autres frais de la société de CHF -41,4 millions.

Après avoir pris en compte tous les ajustements précités, l'ANAV au 30 septembre 2019, potentiel de revalorisation non compris, s'élève à CHF 113,7 millions.

Présomptions appliquées pour le calcul de la décote pour illiquidité

Modèle	Valeur Ghaidarov Average- Strike Put Option Model
Durée de la détention (T)	0,5
Volatilité (σ)	35%
Taux d'intérêt sans risque (rf)	2,0%
Rendement sur dividende	0,0%
Décote pour illiquidité	-5,7%

Source: IFBC, Elmore (2017).

(5) Décote pour illiquidité

Selon les analyses exposées au paragraphe 3.4, l'action (A) de BFW Liegenschaften est considérée comme illiquide. Des auteurs réputés et des études internationales indiquent que de telles actions illiquides présentent ou justifient une diminution de valeur allant jusqu'à 20%.¹³ L'application d'une décote pour illiquidité correspond également à la pratique actuelle en matière de Fairness Opinions.¹⁴

Dans le cadre de l'évaluation d'une entreprise, cette diminution de valeur peut être prise en compte en appliquant une décote à la valeur des fonds propres ou, dans le cas de BFW Liegenschaften, à l'ANAV. Le calcul de la décote pour illiquidité par le biais d'une Put Option Model est considéré comme la «Best Practice».¹⁵

L'une des présomptions les plus importantes lors de la détermination de la décote pour illiquidité concerne la volatilité du cours de l'action. Selon Elmore (2017), l'action d'une

¹² Le WACC réel (après impôts) de 2,9% est basé sur le WACC avant impôts de 3,5% utilisé par KPMG. Pour le calcul du WACC, cf. paragraphe 6.1.

¹³ Cf. par exemple Damodaran, A.: Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount, juillet 2005; Kesselring, M. et Fassnacht, A.: Illiquidität eigener Aktien erhöht Kosten, in: NZZ n° 29 du 17 octobre 2006, p. 29. tiré de Volkart, R. und Wagner, A. Corporate Finance – Grundlagen von Finanzierung und Investition, Versus Verlag, 6e édition, 2014, p. 677; Cheridito, Y. et Schneller, T.: Discounts and Premia in der Unternehmensbewertung, in: L'expert-comptable suisse, n° 6-7, 2008, p. 418 ss Loderer, C., Wälchli, U.: Handbuch der Bewertung – Vol. 2: Unternehmen, Verlag Neuer Zürcher Zeitung, 5e édition, 2010, p. 436 ss

¹⁴ Cf. COPA: décision 741/01 - Groupe Baumgartner Holding SA du 6 septembre 2019 ou COPA: décision 0724/01 - Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

¹⁵ Cf. Elmore, J.E.: Determining the Discount for Lack of Marketability with Put Option Pricing Models in View of the Section 2704 Proposed Regulations, in: INSIGHTS / WINTER 2017.

entreprise détenue en mains privées (qui est illiquide du point de vue de sa négociabilité) présente en règle générale une volatilité annualisée qui se situe entre 50% et 125%. En comparaison, la volatilité moyenne sur plusieurs années d'actions cotées en bourse liquides est d'environ 20%¹⁶. Etant donné que l'action de classe A de BFW Liegenschaften est certes cotée, mais ne présente qu'une liquidité restreinte¹⁷, on utilisera pour déterminer la décote pour illiquidité la moyenne entre la volatilité d'une action très liquide (20%) et la valeur inférieure de la fourchette de volatilité d'entreprises détenues en mains privées (50%). En appliquant les présomptions présentées à gauche, on obtient une décote pour illiquidité de -5,7%.

Détermination de la valeur par action (A)

Après ces ajustements, on obtient une ANAV, potentiel de revalorisation non compris, au 27 novembre 2019 de CHF 107,9 millions, respectivement une valeur par action (A) de CHF 31,85.

Pour déterminer la valeur par action (A) au 27 novembre 2019, la valeur des fonds propres au 30 septembre 2019 de CHF 107,3 millions est capitalisée à l'aide du WACC nominal de 3,90%¹⁸. La valeur calculée des fonds propres au 27 novembre 2019, potentiel de revalorisation non compris, s'élève à CHF 107,9 millions.

Au 27 novembre 2019, 2 887 407 actions (A) à CHF 6,10 et 5 000 000 actions (B) à CHF 0,61 étaient en circulation¹⁹. BFW Liegenschaften ne détient pas d'actions propres actuellement. En outre, aucune option de collaborateur ou d'instrument analogue n'est actuellement en circulation.

Pour calculer la valeur par action (A), les actions (B) sont transformées fictivement en actions (A) d'une valeur nominale de CHF 6,10 sur la base de la différence de valeur nominale. Il en résulte un total d'actions fictives (A) de 3 387 407. La valeur des fonds

¹⁶ Les entreprises du Swiss Market Index («SMI») ont présenté, en tenant compte des rendements hebdomadaires et mensuels des cinq dernières années, une volatilité moyenne de 20,08%, respectivement 17,82%. Etant donné que les actions d'Alcon Inc. ne sont cotés à SIX que depuis le 9 avril 2019, la volatilité de ce titre n'a pas été prise en compte dans l'analyse (données: Bloomberg, calcul: IFBC).

¹⁷ Cf. paragraphe 3.4.

¹⁸ Cf. paragraphe 6.1.

¹⁹ Source : Registre du commerce du canton de Thurgovie; 27 novembre 2019.

propres au 27 novembre 2019 divisée par le nombre d'actions conduit à une ANAV par action (A) de CHF 31,85 sans tenir compte du potentiel de revalorisation.

Analyse de sensibilité

Les illustrations figurant à gauche montrent une analyse de sensibilité de l'ANAV par action (A). Dans ce cadre, les paramètres suivants sont modifiés pour le calcul de la valeur:

- Présomptions de taux de vacance durable pour l'estimation des immeubles;
- Présomptions de taux d'escompte spécifiques dans le domaine immobilier pour l'estimation des immeubles;
- Modification des frais de la société;
- Ajustement du WACC réel pour l'estimation des frais de société.

Analyse de sensibilité de l'ANAV par action (A) au 27 novembre 2019, potentiel de revalorisation non compris

		Delta taux d'escompte estimation immobilière				
(en CHF)		20bp	10bp	0bp	-10bp	-20bp
Delta taux de vacance durable	-100.0%	30.86	32.97	35.17	37.47	39.88
	-50.0%	29.31	31.37	33.51	35.76	38.11
	0.0%	27.76	29.76	31.85	34.04	36.33
	50.0%	26.22	28.16	30.20	32.33	34.56
	100.0%	24.67	26.56	28.54	30.61	32.78

		Delta frais de la société				
(en CHF)		10.00%	5.00%	0.00%	-5.00%	-10.00%
WACC réel (estimation des autres frais de la société)	3.10%	31.52	32.05	32.59	33.12	33.66
	3.00%	31.13	31.68	32.23	32.79	33.34
	2.90%	30.71	31.28	31.85	32.43	33.00
	2.80%	30.26	30.86	31.45	32.04	32.63
	2.70%	29.78	30.40	31.01	31.63	32.24

Source: IFBC.

Selon nos calculs et analyses, KPMG applique, lors de l'estimation des immeubles de rendement, un taux d'escompte réel moyen de 3,50% avant impôts et un taux de vacance durable moyen de 4,08%. Une modification de ces présomptions lors de l'estimation des immeubles de rendement a un impact significatif sur l'ANAV par action (A) de BFW Liegenschaften. A cet égard, l'ANAV par action (A) réagit de manière plus sensible à une variation du taux d'escompte qu'à une modification du taux de vacance durable.

Un facteur qui a également une influence importante sur l'ANAV est la valeur actuelle des autres frais de la société. Ainsi, la deuxième analyse de sensibilité montre l'impact qu'une adaptation des paramètres les plus importants a sur l'estimation des autres frais de la société. Si l'on présume des autres frais de société plus bas et un WACC réel plus haut, on obtient une valeur actuelle des autres frais de société plus bas et partant, une augmentation de la valeur par action (A).

Pour définir la fourchette de valeur, les paramètres suivants sont modifiés:

- Taux de vacance durable $\pm 100\%$,
- Taux d'escompte pour l'estimation immobilière: ± 20 points de base („pb“)
- WACC réel: ± 20 pb
- Modification des frais de la société: $\pm 10.0\%$

En tenant compte des deux analyses de sensibilité, il en résulte une fluctuation de l'ANAV par action (A) de BFW Liegenschaften, potentiel de revalorisation non compris, de CHF 24,67 à CHF 39,88, respectivement de CHF 29,78 à CHF 33,66.

3.2.3 ANAV, potentiel de revalorisation compris

Détermination de l'ANAV, potentiel de revalorisation compris (en millions de CHF)

Total fonds propres au 30.9.2019	142.1
1) Valeur de marché/valeur comptable immeubles vendus	6.3
2) Adjustement des impôts latents	7.4
3) Valeur de marché/valeur comptable crédits (après impôts)	-0.5
4) Valeur actuelle autres frais de la société	-41.4
6) Potentiel revalorisation immeubles de rende. après impôts latents	36.8
ANAV au 30.9.2019	150.6
5) Décote pour illiquidité	-5.7%
ANAV au 30.9.2019 après décote pour illiquidité	142.0
ANAV au 27.11.2019	142.9
ANAV par action (A) au 27.11.2019 en CHF	42.17

Le calcul de l'ANAV, potentiel de revalorisation compris, est également basé sur la NAV au 30 septembre 2019. Cependant, en plus des ajustements mentionnés ci-dessus, nous tenons compte également d'un éventuel potentiel de revalorisation des immeubles de rendement.

(6) Eventuel potentiel de revalorisation des immeubles de rendement

En août et octobre 2019, BFW Liegenschaften a vendu onze biens immobiliers. Ceux-ci ont pu être vendus, en moyenne, à un prix de 10% à 15% supérieur à la valeur vénale inscrite au bilan. On peut donc en déduire un potentiel de revalorisation théorique du portefeuille immobilier (sans les immeubles en développement) de 12,5% en moyenne. Cette revalorisation tient compte de 50% des impôts latents qui en résultent, à l'exception du dernier immeuble destiné à la vente, pour lequel le total des impôts latents doit être déduit. Il en résulte une valeur nette du potentiel de revalorisation de CHF 36,8 millions.

On obtient donc une ANAV au 30 septembre 2019, potentiel de revalorisation compris, de CHF 150,6 millions. Après déduction de la décote pour illiquidité, on obtient une valeur au 30 septembre 2019 de CHF 142,0.

En tenant compte du potentiel de revalorisation, on obtient une ANAV au 27 novembre 2019 de CHF 142,9 millions, respectivement une valeur par action (A) de CHF 42,17.

Analyses de sensibilité de l'ANAV par action (A) au 27 novembre 2019

(in CHF)	Aufwertungspotential Renditeigenschaften				
	7.5%	10.0%	12.5%	15.0%	17.5%
	38.05	40.11	42.17	44.24	46.30

(en CHF)		Delta frais de la société				
		10.0%	5.0%	0.0%	-5.0%	-10.0%
WACC réel (estimation des autres frais de la société)	3.10%	41.84	42.37	42.91	43.44	43.98
	3.00%	41.45	42.00	42.55	43.11	43.66
	2.90%	41.03	41.60	42.17	42.75	43.32
	2.80%	40.58	41.17	41.77	42.36	42.95
	2.70%	40.10	40.72	41.33	41.95	42.56

Source: IFBC.

Pour calculer la valeur par action (A) au 27 novembre 2019, la valeur des fonds propres au 30 septembre 2019 est capitalisée à l'aide du WACC nominal et divisée par le nombre d'actions (A) (y compris les titres A fictifs) de 3 387 407. Il en résulte une ANAV par action (A), potentiel de revalorisation compris, de CHF 42,17 au 27 novembre 2019.

Analyse de sensibilité

Dans le cadre de la première analyse de sensibilité figurant à gauche, des valeurs allant de 7,5% à 17,5% sont appliquées pour le potentiel de revalorisation. Il en résulte une marge de fluctuation de la valeur de l'action (A) de CHF 38,05 à CHF 46,30.

Une deuxième analyse de sensibilité montre à son tour (cf. à gauche) l'impact sur la valeur de l'action (A) d'une adaptation des frais de la société durables ainsi que du WACC réel qui ont été utilisés pour l'estimation des frais de la société. La marge de fluctuation qui en résulte est de CHF 40,10 à CHF 43,98.



Conclusions

- Sur la base de la valeur des fonds propres au 30 septembre 2019 selon les comptes trimestriels de BFW Liegenschaften, divers ajustements ont été effectués pour calculer l'ANAV.
- L'ajustement le plus important est la prise en compte de la valeur actuelle des frais de société futurs de BFW Liegenschaften générés par la gestion courante de la société.
- En outre, l'ANAV est augmentée en raison d'un éventuel potentiel de revalorisation des immeubles de rendement.
- Enfin, nous appliquons une décote de -5,7% en raison de l'illiquidité de l'action (A) de BFW Liegenschaften.
- En conclusion, nous obtenons une ANAV par action (A) de CHF 31,85 sans tenir compte du potentiel de revalorisation et de CHF 42,17, potentiel de revalorisation compris.
- En modifiant des paramètres importants pour l'estimation des immeubles ainsi que des frais de la société, on obtient une marge de fluctuation de l'ANAV par action (A) de CHF 24,67 à CHF 39,88, potentiel de revalorisation non compris et de CHF 38,05 à CHF 46,30, potentiel de revalorisation compris.

3.3 Trading Multiples

3.3.1 Méthode d'évaluation

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'ANAV, la valeur de l'action (A) est également calculée par la méthode des Trading Multiples.

Cette méthode consiste à déduire la valeur de l'action (A) des données du marché d'entreprises cotées comparables. A titre d'entreprises de comparaison, des sociétés immobilières suisses cotées en bourse ont été choisies et réunies dans un Peer Group. A cet effet, nous sélectionnons des entreprises dont les actions sont suffisamment liquides et dont les données de marché paraissent ainsi pertinentes du point de vue de la technique d'évaluation des entreprises.²⁰

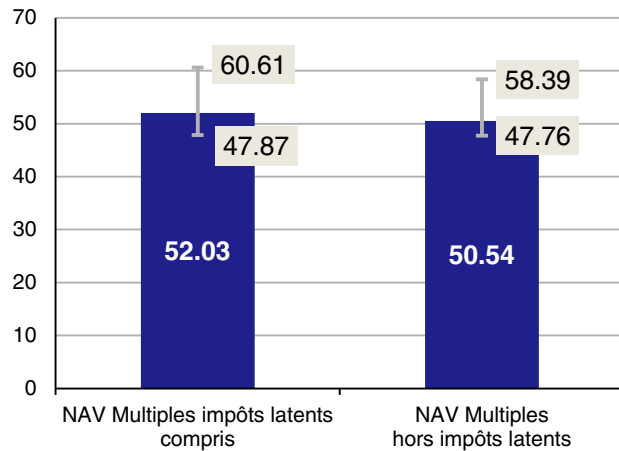
Pour déterminer les Trading Multiples, les Net Asset Values des sociétés comparables au 30 juin 2019, impôts latents compris et hors impôts latents, sont saisies. Ces valeurs sont ensuite comparées aux cours de l'action respectifs au 30 juin 2019.²¹ La moyenne des Multiples du Peer Group calculés de cette façon est utilisée pour déterminer la valeur des fonds propres de BFW Liegenschaften. A cet effet, la valeur moyenne est multipliée par la NAV au 30 juin 2019 impôts latents compris et hors impôts latents. Après avoir appliqué une décote pour illiquidité de -5,7%, la valeur des fonds propres correspondante est capitalisée au 27 novembre 2019. On obtient la valeur par action (A) en divisant la valeur obtenue des fonds propres au 27 novembre 2019 par le nombre total fictif d'actions (A).

²⁰ Une liste détaillée des entreprises du Peer Group utilisées pour l'analyse Trading Multiples figure en annexe.

²¹ PSP Swiss Property a publié des comptes trimestriels au 30 septembre 2019. Pour des raisons de cohérence, nous nous sommes cependant également basés sur la NAV et le cours de l'action au 30 juin 2019 de PSP Swiss Property.

3.3.2 Résultats de l'évaluation

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



Source: Analyses IFBC, Bloomberg.

En appliquant les Multiples de la NAV impôts latents compris, respectivement hors impôts latents, la valeur par action (A) s'élève à CHF 52,03, respectivement CHF 50,54. 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 47,87 à CHF 60,61, respectivement de CHF 47,76 à CHF 58,39.

Etant donné que les valeurs, impôts latents compris, de la NAV de BFW Liegenschaften et des entreprises du Peer Group ne sont pas complètement comparables en raison des différentes méthodes de calcul des impôts latents, les résultats de l'estimation basés sur la NAV hors impôts latents doivent être préférés à ceux basés sur la NAV impôts latents compris.

Les valeurs calculées sur la base de l'analyse à l'aide de Multiples sont nettement supérieures aux résultats de l'évaluation selon la méthode ANAV. Cela est dû en particulier à trois différences essentielles entre les entreprises du Peer Group et BFW Liegenschaften.

1. Les entreprises du Peer Group détiennent un portefeuille immobilier nettement plus important que BFW Liegenschaften. Ainsi, BFW Liegenschaften ne peut pas profiter d'effets de diversification dans la même mesure que les entreprises du Peer Group.
2. Les entreprises du Peer Group bénéficient d'effets d'échelle en raison de leur taille, ce qui a en particulier pour effet que l'impact négatif des frais de société soit nettement moindre.
3. En outre, certaines entreprises comparables offrent d'autres services (p.ex. Facility Management, entreprise générale) qui ont également une influence sur la valeur des NAV Multiples.

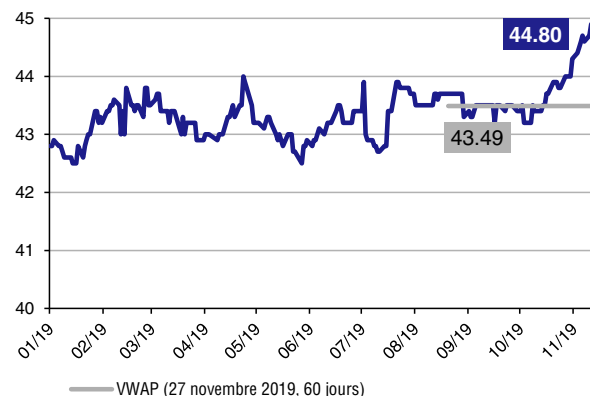
La situation spécifique de BFW Liegenschaften ne peut donc pas d'emblée être comparée avec celle d'autres entreprises du Peer Group, bien que les entreprises comparables aient été sélectionnées avec soin. Pour ces motifs, la pertinence de l'évaluation basée sur les Multiples est limitée.

Coclusions

- Pour vérifier la plausibilité de l'ANAV, 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 de BFW Liegenschaften ne peut pas d'emblée être comparée avec celle des entreprises du Peer Group.
- L'évaluation à l'aide de NAV Multiples, impôts latents compris, aboutit à une valeur par action (A) de CHF 47,87 à CHF 60,61. La fourchette de valeur basée sur l'analyse de la NAV hors impôts latents est de CHF 47,76 à CHF 58,39.

3.4 Analyse du cours de l'action

Cours de l'action de BFW Liegenschaften depuis janvier 2019 (en CHF)



Source: Bloomberg.

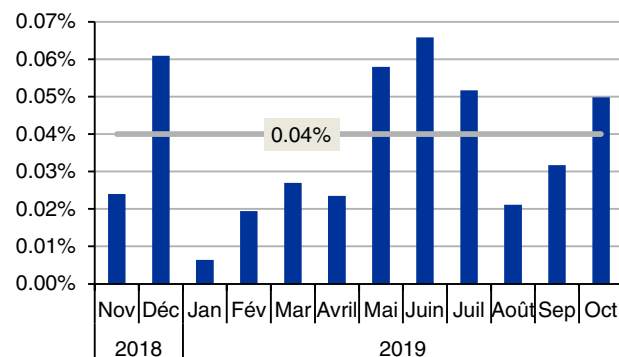
Evolution du cours de l'action

Les actions de BFW Liegenschaften ont pu tout d'abord être négociées à la bourse BX Swiss dès le 27 juin 2005. Depuis le 12 juin 2007, les actions (A) sont cotées à la SIX Swiss Exchange dans le segment des sociétés immobilières.

Jusqu'à la fin du premier semestre 2007, le cours de l'action a fluctué entre CHF 30,50 et CHF 34,85. Le cours de l'action a ensuite baissé de manière constante jusqu'à atteindre son cours le plus bas de CHF 14,00 le 1^{er} décembre 2008. Le cours de l'action a ensuite repris et a atteint sa valeur la plus haute, qui était de CHF 46,00 à la clôture de la bourse le 6 avril 2017.

Depuis le début de l'année 2019, le cours de l'action (A) a varié de CHF 42,40 à CHF 44,90. Au 27 novembre 2019, l'action était cotée à CHF 44,80. L'offre en espèces de CHF 44,25 se situe ainsi 1,2% au-dessous du dernier cours de clôture précédant l'achèvement de la présente Fairness Opinion. En comparaison avec le cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse («VWAP») de CHF 43,49, l'offre en espèces correspond à une prime de 1,7%.

Médiane du nombre d'actions négociées en % des actions en circulation, par mois



Source: Bloomberg.

Analyse de la liquidité

Conformément au droit des OPA en vigueur, les actions d'une entreprise qui ne fait pas partie du Swiss Leader Index («SLI») 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).²²

Dans le cas de BFW Liegenschaften, la médiane précitée n'était supérieure à 0,04% qu'au cours de 5 des 12 derniers mois. Par conséquent, les actions de BFW Liegenschaften doivent être considérées comme illiquides au sens du droit des OPA et le cours en bourse de l'entreprise ne serait pas déterminant en cas d'offre obligatoire s'agissant de la règle du prix minimum. Dans le cas d'une offre volontaire, comme en l'espèce, il suffit de constater qu'en raison de la faible liquidité de l'action, il convient de n'accorder au cours de l'action qu'une importance secondaire dans l'évaluation de l'offre.

Conclusions

- Les actions de BFW Liegenschaften doivent être considérées comme illiquides au sens du droit des OPA. Par conséquent, il n'est donné qu'une importance secondaire au cours de l'action dans le cadre de cette Fairness Opinion pour l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre.
- Au 27 novembre 2019, le cours de clôture s'élevait à CHF 44,80. Au 27 novembre 2019, le cours de l'action moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse se situait, à raison d'une valeur de CHF 43,49, au-dessous du cours de clôture.
- L'offre en espèces de CHF 44,25 est inférieure de 1,2% au dernier cours de l'action du 27 novembre 2019 et supérieure de 1,7% au cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse précédant l'achèvement de la présente Fairness Opinion.

²² Cf. Circulaire COPA n° 2 du 26 février 2010 sur la liquidité au sens du droit des OPA.

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

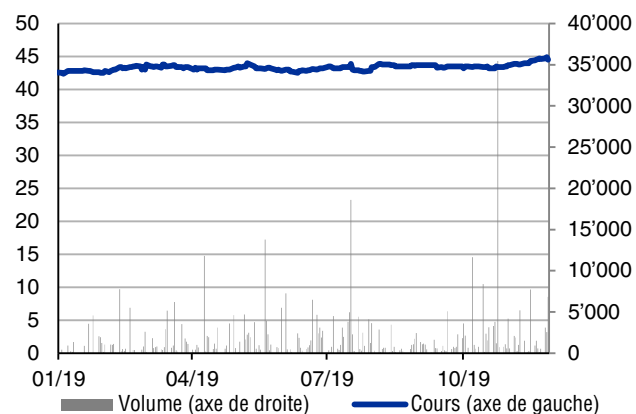
Analyse des mesures alternatives

4.1	Vente des actions en bourse	Page 34
4.2	Refus du prix offert	Page 35
4.3	Liquidation de BFW Liegenschaften	Page 36

4 Analyse des mesures alternatives

4.1 Vente des actions en bourse

Evolution du cours (en CHF) et volume de transaction de l'action (A) dès janvier 2019



Source: Bloomberg.

Au lieu d'accepter l'offre en espèces de BFW Holding, un actionnaire de BFW Liegen-schaften peut choisir de vendre ses titres en bourse. Si le produit net de la vente en bourse est supérieur au prix offert par BFW Holding (selon le prospectus d'offre), il choisira cette option.

Il n'est pas possible de prévoir si le cours de l'action sera supérieur au prix offert au terme de la durée de l'offre. L'analyse de l'évolution du cours en 2019 montre cependant que le cours de l'action se situait dans une fourchette allant de CHF 42,40 à CHF 44,90.

Entre le 1^{er} janvier 2019 et le 27 novembre 2019, seules 410 000 (chiffre arrondi) actions (A) ont été négociées à la bourse SIX. Or, plus de 2,5 millions d'actions (A) sont en possession des actionnaires minoritaires. En raison de l'illiquidité du titre, il faut compter avec le fait que la vente en bourse d'un nombre important d'actions aurait des conséquences négatives sur leur cours. Par conséquent, en cas de vente en bourse, un prix unitaire pour toutes les actions encore en circulation ne pourrait être garanti. Ce fait contraste avec l'offre de BFW Holding qui a été présentée, puisqu'elle prévoit un prix de CHF 44,25 par action (A) pour tous les actionnaires.

4.2 Refus du prix offert

L'on ne peut pas partir de l'idée que la décote par rapport à la NAV baissera ou que le cours de l'action augmentera au terme de la durée de l'offre.

Si plus de 98%, ou respectivement plus de 90%, des actions sont détenues par BFW Holding au terme de la durée de l'offre, celle-ci pourra procéder à un squeeze-out ou une fusion.

Une autre mesure alternative consiste à conserver l'action au-delà de la durée de l'offre. Un actionnaire penchera pour cette option s'il part de l'idée que le cours de l'action augmentera à l'avenir.

Il y a lieu de s'attendre à ce que la liquidité de l'action continue à diminuer en raison de l'acceptation partielle de l'offre. Une augmentation du cours de l'action apparaît ainsi comme peu probable.

En ce qui concerne la situation à laquelle il faut s'attendre à l'expiration de l'offre, BFW Holding prévoit de faire annuler les actions restantes (squeeze-out au sens de l'art. 137 LIMF) si elle détient plus de 98% des droits de votes. Par ailleurs, une fusion entre BFW Liegenschaften et une société affiliée de BFW Holding pourrait être réalisée si plus de 90% des actionnaires de BFW Liegenschaften acceptent l'offre (aux termes de l'art. 18 al. 5 LFus). En cas de squeeze-out, le détenteur des actions annulées a droit au montant initial de l'offre. En revanche, en cas de fusion, le montant versé n'est pas réglé de manière claire. Selon l'avis général de la doctrine, ce montant doit être déterminé en fonction de la valeur du marché. L'on ne peut par conséquent pas partir de l'idée que le cours de l'action offert lors d'une fusion serait supérieur à l'offre actuelle en cas de fusion.

Enfin, BFW Holding a exprimé l'intention de retirer les actions (A) de la cote. Elle pourrait obtenir une telle mesure actuellement déjà, de par sa participation majoritaire. Une demande de retrait de la cote est examinée par la SIX. Celle-ci fixe notamment le dernier jour de négoce, en respectant les conditions de protection des investisseurs. La cotation sera maintenue en principe pendant au moins 3 mois après l'annonce du retrait de la cote. On peut présumer que le retrait de la cote envisagé entraînera une pression incitant à la vente. L'on ne peut par conséquent s'attendre à une augmentation significative du cours de l'action pour cette raison.

4.3 Liquidation de BFW Liegenschaften

Dans le cadre d'un scénario de liquidation, il convient de prendre en compte les conséquences fiscales.

Pour les particuliers domiciliés en Suisse, une liquidation présente des désavantages fiscaux par rapport à une acceptation de l'offre.

Outre les alternatives décrites plus haut, le scénario d'une éventuelle liquidation de BFW Liegenschaften sera évalué ci-dessous.

Dans le cadre d'une liquidation, l'ensemble des actifs de l'entreprise sont vendus. Ensuite, les dettes de la société sont réglées au moyen des fonds ainsi libérés. Le montant restant (bénéfice de liquidation) est distribué aux actionnaires. Pour évaluer le scénario de liquidation, il faut prendre en compte notamment les conséquences fiscales pour les actionnaires.

Au 30 septembre 2019, BFW Liegenschaften présente une réserve d'apports de capital («RAC») reconnue par l'Administration fédérale des contributions de CHF 22,5 millions ainsi qu'un capital-actions de CHF 20,7 millions. Par conséquent, env. CHF 43,2 millions d'excédent de liquidation serait exonéré de l'impôt. Le versement du solde du produit de la liquidation serait cependant soumis à l'impôt anticipé. Par ailleurs, les actionnaires pourraient devoir supporter d'autres impôts selon leur situation individuelle.

Les conséquences fiscales d'une liquidation sont différentes selon le statut de l'investisseur (investisseur privé / investisseur institutionnel) et son domicile fiscal.

Pour les investisseurs soumis à l'impôt en suisse qui détiennent les actions dans leur patrimoine commercial, le principe de la valeur comptable s'applique. Cela signifie qu'en principe, le gain / le revenu imposable est constitué par la différence entre le produit de la liquidation et la valeur comptable des actions. Par conséquent, les conséquences fiscales sont en principe comparables à celles de l'acceptation de l'offre (si l'on fait abstraction de l'impôt anticipé et des droits de négociation).

Si les actions sont détenues par un actionnaire assujetti à l'impôt en Suisse dans son patrimoine privé, le montant imposable correspond en substance à la différence entre le produit de la liquidation et la somme de la RAC et de la valeur nominale par action (A).

La RAC et la valeur nominale s'élèvent à CHF 12,74 par action (A). Ainsi, la majeure partie du produit de la liquidation serait assujetti à l'impôt. A un taux d'imposition de plus de 12,0%, le produit net de la liquidation après impôts serait inférieur à l'offre exonérée de l'impôt pour les investisseurs privés domiciliés en Suisse.

La différence entre le produit de la liquidation et la valeur nominale libérée est par ailleurs soumise à l'impôt anticipé à hauteur de 35,0%. Les personnes domiciliées en Suisse ont en principe droit au remboursement de l'impôt anticipé. Les investisseurs domiciliés à l'étranger peuvent en partie récupérer l'impôt anticipé en vertu d'une convention de double imposition ("CDI") lorsqu'une telle convention existe entre la Suisse et son pays de domicile et que les conditions en sont respectées.

Les conséquences fiscales doivent ainsi être évaluées de manière individuelle en fonction de la situation de chaque investisseur. On peut toutefois conclure qu'une liquidation entraînerait des désavantages fiscaux pour les particuliers domiciliés en Suisse en comparaison avec l'acceptation de l'offre tant que le taux d'imposition individuel est supérieur à 12,0%.

Une liquidation comporte des désavantages fiscaux.

En résumé, il y a lieu de conclure qu'une liquidation de BFW Liegenschaften serait fiscalement défavorable pour la plupart des particuliers en comparaison avec l'offre soumise. On ne peut donc présumer que les actionnaires obtiendraient une valeur ajoutée dans le cadre d'une liquidation de BFW Liegenschaften par rapport à l'offre.



Conclusions

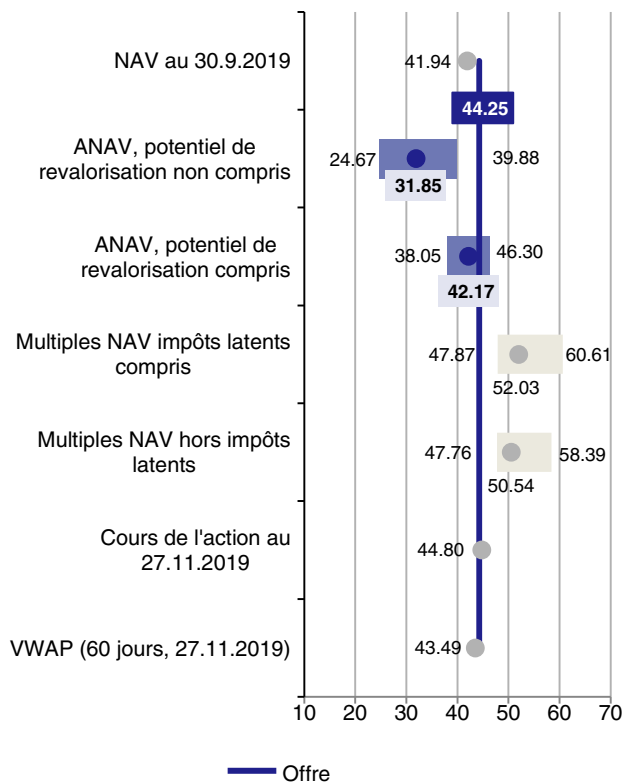
- La faible liquidité de l'action (A) entraînerait une pression sur les prix et ainsi une chute du cours en cas de volume de ventes important. La conservation et la vente ultérieure des actions (A) en bourse ou, en cas de retrait de la cote, «over the counter», semble ainsi constituer une alternative peu attrayante en comparaison avec la présente offre.
- En cas de liquidation de BFW Liegenschaften, la distribution de l'excédent de liquidation aurait des conséquences fiscales négatives pour les particuliers assujettis à l'impôt en Suisse en comparaison avec la présente offre.

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

Appréciation

5 Appréciation

Comparaison des résultats de l'évaluation avec l'offre de BFW Holding au 27 Novembre 2019 (valeur par action (A), 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:

- Dans le cadre de l'offre publique envisagée par BFW Holding AG destinée aux actionnaires existants de BFW Liegenschaften, un paiement en espèces de CHF 44,25 par action (A) est prévu.
- Le calcul de l'Adjusted Net Asset Value (ANAV) aboutit à une valeur par action de CHF 31,85 au 27 novembre 2019. Cette valeur est inférieure à la NAV de CHF 41,94 indiquée dans les comptes trimestriels au 30 septembre 2019, car la valeur actuelle des frais de société de BFW Liegenschaften, notamment, doit également être prise en compte. Les frais de la société ne sont pas pris en compte dans l'estimation du portefeuille immobilier, mais sont nécessaires pour la gestion de la société.
- Sur la base de l'analyse de sensibilité à des paramètres d'évaluation importants, une fourchette de valeur oscillant entre CHF 24,67 et CHF 39,88 peut être obtenue pour l'ANAV par action (A) calculée. L'offre d'achat CHF 44,25 par action se situe ainsi au-dessus de cette fourchette de valeur de l'ANAV.
- Etant donné que les immeubles vendus au cours du 2^e semestre 2019 ont été vendus à un prix plus élevé que la valeur vénale inscrite au bilan, on peut tenir compte d'un potentiel de revalorisation théorique des immeubles de rendement. Par conséquent, l'ANAV par action (A) de CHF 42,17 est supérieure à la NAV au 30 septembre 2019. La fourchette de valeur, en tenant compte d'un potentiel de revalorisation allant de 7,5% à 17,5%, est de CHF 38,05 à CHF 46,30.
- Pour l'appréciation du prix de l'offre, nous accordons une grande crédibilité à l'ANAV, étant donné que cette méthode est celle qui permet le mieux de prendre en considération les caractéristiques spécifiques de BFW Liegenschaften.
- L'évaluation à l'aide de NAV Multiples, impôts latents compris et hors impôts latents, aboutit à des fourchettes de valeur de CHF 47,87 à CHF 60,61, respectivement de CHF 47,76 à CHF 58,39. 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 de BFW Liegenschaften.

- Le cours de l'action (A) de BFW Liegenschaften a fluctué depuis le début de l'année entre CHF 42,40 et CHF 44,90. Le dernier cours de clôture payé avant l'achèvement des travaux pour l'établissement de la Fairness Opinion était de CHF 44,80. Le cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers mois («VWAP») était de CHF 43,49.
- L'action de BFW Liegenschaften doit être considérée comme illiquide selon les dispositions du droit suisse des OPA. Par conséquent, une comparaison de l'offre avec le cours de l'action n'a qu'une pertinence restreinte.
- En raison de la faible liquidité de l'action (A), l'on ne peut partir de l'idée que la vente en bourse d'actions (A) ou que le fait de conserver les actions au-delà de la durée de l'offre permette de réaliser un produit net supérieur au prix offert.
- Une autre alternative à l'acceptation de l'offre que nous devons examiner était le scénario d'une liquidation. Dans ce cas, il convient de prendre en compte que le versement d'un excédent de liquidation présenterait notamment des inconvénients fiscaux, en particulier pour les investisseurs privés, en comparaison avec l'offre envisagée.²³ Par conséquent, on ne peut partir du principe que le produit net en cas de liquidation serait supérieur au prix offert de CHF 44,25 par action.

Sur la base de nos analyses et conclusions ainsi que sur les résultats exposés, IFBC estime que l'offre en espèces aux actionnaires minoritaires de BFW Liegenschaften à hauteur de CHF 44,25 par action (A) est adéquate et équitable d'un point de vue financier.

Zurich, le 28 novembre 2019



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Christian Gätzi, CFA
Partner

²³ La présente expertise ne contient que des considérations générales sur les aspects fiscaux. L'impact de l'acceptation de l'offre sur la situation fiscale individuelle des actionnaires n'est pas examiné.

Fairness Opinion BFW Liegenschaften

Annexe

6.1	WACC	Page 43
6.2	Analyse bêta au 30 septembre 2019	Page 45
6.3	Trading Multiples	Page 46
6.5	Table des abréviations	Page 47

6 Annexe

6.1 WACC

Paramètre	en CHF	Remarque
Inflation	1,00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Prévision de l'inflation à long terme pour la Suisse. ■ Source: FMI World Economic Outlook, octobre 2019.
Taux d'intérêt sans risque réel minimum	1,00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Dans le contexte actuel de taux d'intérêts bas, un taux d'intérêt sans risque réel minimum de 1,00% est appliqué.
Taux d'intérêt sans risque (fonds propres)	2,00%	
Prime de risque de marché	5,00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ La prime de risque de marché correspond à la différence à long terme entre le rendement d'un portefeuille de marché et le taux d'intérêt sans risque. Elle reflète la prime supplémentaire qu'un investisseur attend d'un placement en actions par rapport à un placement sans risque. Conformément à la «Best Practice» une prime de risque de marché durable de 5,00% est appliquée. ■ Source: IFBC.
Facteur bêta apuré des dettes	0.40	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le facteur bêta apuré des dettes reflète le risque systématique non diversifié d'une entreprise comparable non endettée. ■ Le facteur bêta apuré des dettes arrondi a été calculé au 30 septembre 2019 sur la base des rendements hebdomadaires sur 2 ans. (Cf. paragraphe 6.2) ■ Source: Bloomberg.
Effet de levier	0,54	<ul style="list-style-type: none"> ■ Calcul de l'effet de levier en tenant compte de la structure du capital visée et du taux d'imposition pertinent correspondant (méthode Hamada).
Facteur bêta avec dettes	0,62	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le facteur bêta avec dettes reflète le risque systématique et contient tant le risque opérationnel que le risque financier d'une entreprise.
Prime pour capitalisation faible (Small Cap Premium)	0,00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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, raison pour laquelle nous renonçons également à l'application d'une Size Premium.
Coût moyen des fonds propres	5,08%	

Paramètre	en CHF	Remarque
Coût moyen des fonds propres	5,08%	
Part de fonds propres	60,00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Définition d'un objectif de structure de capital en tenant compte de la structure de capital actuelle de BFW Liegenschaften et de la structure de capital actuelle des entreprises du Peer Group (aux valeurs de marché). ■ Source: Direction de BFW Liegenschaften, Bloomberg.
Taux d'intérêt sans risque (fonds étrangers)	1,50%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Taux d'intérêt sans risque (fonds étrangers) plus bas par rapport au taux d'intérêt sans risque (fonds propres) en raison de présomptions différentes quant à l'échéance des deux instruments financiers.
Credit Spread	1,00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Credit Spread moyen pondéré sur la base du Credit Spread des dettes financières actuelles de BFW Liegenschaften. ■ Source: Direction de BFW Liegenschaften, Bloomberg.
Coût moyen des fonds étrangers	2,50%	
Taux d'imposition	19,00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Taux d'imposition à long terme attendu de BFW Liegenschaften ■ Source: Direction de BFW Liegenschaften, Bloomberg.
Coût moyen des fonds étrangers ajusté en fonction des impôts	2,03%	
Part de fonds étrangers	40,00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Définition d'un objectif de structure de capital en tenant compte de la structure de capital actuelle de BFW Liegenschaften et de la structure de capital actuelle des entreprises du Peer Group (aux valeurs de marché). ■ Source: Direction de BFW Liegenschaften, Bloomberg.
WACC (nominal, arrondi)	3,90%	
Inflation	1,00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Prévision de l'inflation à long terme pour la Suisse. ■ Source: FMI World Economic Outlook, octobre 2019.
WACC (réel, arrondi)	2,90%	

6.2 Analyse bêta au 30 septembre 2019

Entreprise	Taux d'imposition ¹⁾	Valeur de marché des fonds propres ²⁾	Dettes portant intérêts ³⁾	Liquidités et titres ³⁾	Endettement net ⁴⁾	Endette-ment ⁵⁾	Levered adj. Beta ⁶⁾	Unlevered adj. Beta	Part de fonds propres (Moyenne à la valeur de marché) 9/2019
		in CHF Mio.	in CHF Mio.	in CHF Mio.	in CHF Mio.				
Allreal Holding AG	18.0%	2'883	2'161	39	2'123	0.56	0.66	0.42	58%
Mobimo Holding AG	18.0%	1'802	1'544	43	1'501	0.69	0.67	0.40	55%
Intershop Holding AG	18.0%	972	508	11	497	0.47	0.50	0.34	66%
PSP Swiss Property AG	18.0%	5'694	2'870	76	2'794	0.58	0.61	0.39	67%
Swiss Prime Site AG	18.0%	7'079	5'345	155	5'191	0.62	0.71	0.44	58%
Moyenne						0.58	0.63x	0.40x	0.58x

Remarques :

- 1) Source: KPMG, 2019, Corporate Tax Rates Table.
- 2) Sur la base du cours de l'action moyen au 3e trimestre 2019; y compris preferred equity et minorities interests.
- 3) Au 30/09/2019, en tenant compte des engagements Operating Lease.
- 4) Minimum: 0.
- 5) Endettement = moyenne sur 2 ans (endettement net (1-taux d'imposition) / fonds propres).
- 6) Source: Bloomberg, bêta hebdomadaire aj. (2 ans), janvier 2019.

6.3 Trading Multiples

Entreprise	Fonds propres à l'attention des actionnaires	Actifs d'impôts latents	Passifs d'impôts latents	NAV hors impôts	Nombre Actions	NAV par action impôts compris	NAV par action hors impôts	Cours de l'action	NAV Multiples impôts compris	NAV Multiples hors impôts
	30.06.2019 en millions CHF	30.06.2019 en millions CHF	30.06.2019 en millions CHF	30.06.2019 en millions CHF	30.06.2019 en millions	30.06.2019 en CHF	30.06.2019 en CHF	30.06.2019 en CHF		
Allreal Holding AG	2'207.8	-14.2	239.6	2'433.2	15.9	139.0	153.2	168.0	1.21x	1.10x
Mobimo Holding AG	1'473.4	-2.0	192.5	1'663.9	6.6	223.3	252.2	259.5	1.16x	1.03x
Intershop Holding AG	635.0	-0.1	107.8	742.7	1.9	337.8	395.0	497.0	1.47x	1.26x
PSP Swiss Property AG	4'251.2	-6.4	836.1	5'080.9	45.9	92.7	110.8	114.1	1.23x	1.03x
Swiss Prime Site AG	5'212.7	0.0	1'068.8	6'281.5	75.9	68.6	82.7	85.3	1.24x	1.03x
Maximum									1.47x	1.26x
Moyenne									1.26x	1.09x
Minimum									1.16x	1.03x

Source: Rapports semestriels au 30 juin 2019 des entreprises respectives, Bloomberg.

6.4 Table des abréviations

action (A)	action nominative de BFW Liegenschaften de classe A d'une valeur nominale de CHF 6,10
action (B)	action nominative de BFW Liegenschaften d'une valeur nominale de CHF 0,61
al.	alinéa
ANAV	Adjusted Net Asset Value (valeur d'inventaire nette ajustée)
art.	article
BFW Holding	BFW Holding AG
BFW Liegenschaften	BFW Liegenschaften AG
CDI	convention de double imposition
cf.	confer
CHF	francs suisses
COPA	Commission des OPA
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
Fairness Opinion	expertise sur l'adéquation financière de l'offre publique d'achat
frais de la société.	autres frais d'exploitation
groupe Admicasa	Admicasa Verwaltung AG, Admicasa Management AG und Admicasa Totalunternehmen AG
IFBC	IFBC AG

LFus	Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine
LIMF	Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés
Méthode DCF	méthode Discounted Cash Flow
NAV	Net Asset Value
offre	offre de BFW Holding AG de CHF 44,25 par action (A) de BFW Liegenschaften
OOPA	Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition
pb	points de base
PIB	produit intérieur brut
RAC	réserves d'apports de capital
SIX	SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index
SMI	Swiss Markt Index
VWAP	Volume weighted average price, volumengewichteter Durchschnittskurs
WACC	Weighted Average Cost of Capital, coûts du capital moyens pondérés

