



# Expertise d'évaluation

## ACRON HELVETIA VII Immobilien AG

7 octobre 2016

## Abréviations et définitions

Abréviation	Signification
AHVII	ACRON Helvetia VII Immobilien AG, Zurich
ASPA	ACRON Swiss Premium Assets AG, Zoug
AXA	AXA Vie SA, Winterthour
BDO	BDO SA, Zurich
CHF/MCHF/mio. CHF	Francs suisses / milliers de francs suisses / millions de francs suisses
Ex	Exercice
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
LIMF	Loi sur l'infrastructure des marchés financiers
Mio.	Millions
n.d.	non disponible
NAV	Net Asset Value / actif net corrigé
NAV EPRA	Valeur nette d'inventaire avant impôts différés conformément aux recommandations de l'European Public Real Estate Association (EPRA)
Offrante	ASPA resp. ACRON Swiss Premium Assets AG
OIMF-FINMA	Ordonnance sur l'infrastructure des marchés financiers de la FINMA

Abréviation	Signification
OOPA	Ordonnance sur les OPA
P. ex.	Par exemple
Portikon	Immeuble dont AHVII est propriétaire
Société visée	AHVII resp. ACRON Helvetia VII Immobilien AG
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
VWAP-60	Cours moyen calculé en fonction de la pondération des volumes des 60 derniers jours de Bourse avant la publication de l'offre
Y c.	Y compris

## Table des matières

1.	Introduction	1
1.	Description de la société	4
3.	Base de l'évaluation	6
1.	Réflexion sur la valeur	9
3.	Evaluation globale	13

# Kapitel 1

## Introduction

## Situation initiale

### Offre

- Conformément à l'offre d'achat du 10 octobre, ACRON Swiss Premium Assets AG, Zoug («ASP» ou «l'offrante») soumet une offre publique d'achat («offre») pour l'ensemble des actions en circulation d'ACRON HELVETIA VII Immobilien AG, Zurich («AHVII» ou «la société visée»).

Société	N° de valeur/ticker	Place boursière	Cotée depuis le
ACRON HELVETIA Immobilien AG	4981363/AHGN	BX Berne Exchange	17.10.2011

Source: BX Berne Exchange

- Il n'y a pas eu d'annonce préalable, l'offre a été publiée en même temps que la publication du prospectus. Il s'agit d'une offre obligatoire au sens de l'art. 135 LIMF. Elle est soumise parce que l'offrante a fait l'acquisition de 326'050 actions nominatives le 8 juin 2016 lors de l'achat de la part en actions d'AXA Vie SA, Winterthur («AXA») dans la société visée, ce qui correspond à un droit de vote de 59,28%. La valeur limite pertinente de 33<sup>1/3</sup>% est ainsi dépassée, il y a donc obligation de présenter une offre.
- L'acquisition par l'offrante de la participation d'AXA a eu lieu pour garantir que les distributions issues de la société visée à destination des actionnaires puissent se poursuivre. AXA avait envisagé d'empêcher ces distributions à l'avenir.
- Pour acheter la part d'AXA, ASPA a versé CHF 90.00 par action nominative d'AHVII.
- ASPA propose un prix de CHF 95.00 par action nominative entièrement libérée de la société visée d'une valeur nominale de CHF 60.76, déduction faite du montant brut des éventuelles participations et des conséquences d'éventuels effets dilutifs à partir de la date de l'offre.
- L'offre est établie au prix de CHF 95.00 par action nominative de la société visée. Conformément à l'art. 135, al. 2 LIMF, le prix minimum correspond à la plus élevée de ces deux valeurs:
  - le cours boursier (art. 135, al. 2, let. A LIMF; art. 42, al. 4 OIMF-FINMA); étant donné que l'action de la société visée n'est pas liquide au sens de l'art. 42, al. 4 OIMF-FINMA, c'est un organe de contrôle qui doit procéder à une évaluation.
  - le prix le plus élevé payé par l'offrante (art. 135, al. 2, let. b LIMF).

- Sous réserve des restrictions de l'offre précisées ci-dessus, l'offre publique d'achat porte sur toutes les actions nominatives d'AHVII en circulation. ASPA et les personnes agissant de concert avec elle reçoivent 326'050 actions nominatives d'AHVII au 10 octobre 2016, le date de l'offre d'achat. Par conséquent, l'offre porte sur un maximum de 222'775 actions nominatives.

### ACRON HELVETIA VII Immobilien AG au xx.xx.2016

Nombre total d'actions émises	550'000	100.00%
Détenus par l'offrante et les personnes agissant de concert avec elle	-327'225	59.28%
<b>Actions concernées par l'offre</b>	<b>222'775</b>	<b>40.72%</b>

Source: Offre publique d'achat

- ASPA et les personnes agissant de concert avec elle ne reçoivent ni droits d'option, ni droits de conversion au 7 octobre 2016 pour la souscription ou l'acquisition d'actions de la société visée, ni aucun autre instrument financier portant sur ses actions nominatives.
- Le cours moyen calculé en fonction de la pondération des volumes des 60 derniers jours de Bourse («VWAP-60») avant la publication de l'offre le 10 octobre 2016 s'élève à CHF 96.23 par action nominative de la société visée.

### Bases légales

- L'action nominative d'AHVII au sens de l'art. 42, al. 4 OIMF-FINMA (voir également la circulaire COPA n° 2 du 4 mars 2010 sur la liquidité au sens du droit des OPA) doit être considérée comme non liquide. Pendant la période pertinente considérée avant la publication de l'offre (octobre 2015 jusqu'au septembre 2016), le volume de négoce des actions nominatives d'AHVII s'établissait chaque mois sous le seuil de liquidité de 0,04%.
- Si les actions de la société visée ne sont pas liquides avant la publication de l'offre, il faudrait se baser sur l'évaluation d'un organe de contrôle conformément à l'art. 24, al. 6 de l'Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition («OOPA»).

# Mandat et procédure générale

## Mandat à BDO

- Compte tenu de cet état de fait, ASPA a mandaté BDO SA, Zurich («BDO») pour l'évaluation d'une action nominative de la société visée. Les détails ont été définis dans la confirmation de mandat du 18 juillet 2016.
- L'évaluation a été fixée au 7 octobre, soit un jour avant la date prévue pour la soumission de l'offre, le 10 octobre 2016, pour toutes les actions nominatives de la société visée en circulation.
- La présente expertise d'évaluation ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de rejeter l'offre publique d'achat. L'expertise d'évaluation ne contient aucune appréciation des effets susceptibles de découler d'une acceptation ou d'un refus de l'offre, ni aucune déclaration sur la valeur future d'une action nominative de la société visée.
- La présente évaluation repose en grande partie sur des informations qui nous ont été fournies par la société visée. Notre responsabilité se limite à l'analyse minutieuse et professionnelle de ces informations.
- L'expertise d'évaluation peut être mise à la disposition du grand public.

## Procédure d'évaluation

- BDO s'est basée sur ses propres réflexions sur la valeur pour l'évaluation d'une action nominative d'AHVII. Pour nos travaux, nous avons pour l'essentiel suivi les étapes suivantes:
  - collecte des informations pertinentes;
  - analyse des informations;
  - réflexions sur AHVII dans le cadre de l'évaluation sur la base de méthodes d'évaluation appropriées et reconnues;
  - détermination finale de la valeur par BDO.
- La présente évaluation a été établie par nos soins du point de vue des actionnaires publics d'AHVII. Il n'a pas été tenu compte des effets fiscaux et des autres effets consécutifs à l'acceptation de l'offre de la part des actionnaires. Cela n'aurait pas été possible et représentable en raison des conditions individuelles de chaque actionnaire.

## Kapitel 2

# Description de la société

# ACRON HELVETIA Immobilien AG

## Profil succinct

- AHVII est une société anonyme de droit suisse dont le siège est à Zurich. Elle a été fondée le 15 décembre 2008 à Genève et enregistrée au registre du commerce de la ville le 17 décembre 2008. Selon la décision de l'assemblée générale du 20 avril 2009, le siège a été transféré à Zurich.
- La société dispose d'un capital-actions entièrement libéré de 550'000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 67.01.
- Les actions d'AHVII sont cotées à la BX Berne eXchange depuis octobre 2011 (ticker AHGN, ISIN CH0049813634).
- L'unique objet de la société est l'administration de l'immeuble Portikon («Portikon») à la Thurgauerstrasse 130 à 8152 Opfikon, dont elle est l'unique propriétaire.
- La société ne fera l'acquisition d'aucun autre immeuble pour son portefeuille. Portikon est et reste le seul objet.
- Portikon fait partie de la zone de développement Glattpark nouvellement créée sur le territoire de la commune d'Opfikon, un site mixte d'habitations et de bureaux qui jouxte la ville de Zurich tout en étant proche de l'aéroport.
- La réalisation du Glattpark a débuté en 2001. D'ici 2020, la zone du Glattpark devrait compter près de 7000 habitants et presque autant de postes de travail.
- Portikon quant à lui est un immeuble purement commercial qui est actuellement loué dans sa totalité. Les chiffres-clés de l'immeuble sont indiqués ci-dessous:
- Lors de l'exercice 2015, le résultat effectif des immeubles a atteint près de CHF 7,7 millions (revenus locatifs déduction faite des frais d'administration et des autres produits propres à l'exploitation, hors pertes liées à la réévaluation et aux coûts conformément au contrat de prestations de service avec ACRON AG, voir aussi à cet effet le rapport annuel d'AHVII au 31 décembre 2015, pages 14 et 21).
- Le bâtiment a été terminé en juin 2009 et il est opérationnel depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2009. La surface locative totale s'élève à 18'801 m<sup>2</sup>. Elle est répartie sur six étages de bureaux, deux étages inférieurs et un rez-de-chaussée.
- Le bâtiment est entièrement loué depuis son achèvement et n'a pas de locaux vacants. L'immeuble comprend au total cinq locataires, sachant que deux d'entre eux (Baxter Healthcare SA et Takeda Pharmaceuticals) louent 91% de la surface. Tous les contrats de location existants expirent fin 2019.
- Au 30 juin 2016, la société Wüest & Partner, Zurich, mandatée pour l'évaluation semestrielle du bâtiment, a calculé une valeur de marché de CHF 141'820'000. Celle-ci a baissé de CHF 1'380'000, soit environ 1%, par rapport à l'évaluation au 31 décembre 2015. Wüest & Partner a supposé que les frais d'exploitation, d'entretien et de remise en état allaient augmenter compte tenu de l'âge avancé du bâtiment et davantage pris en compte une perte de revenu pendant la remise en état à l'échéance des contrats de location existants.

Année de construction	Surface locative <sup>1)</sup>	Rev. locatif eff. p.a.	Usage	Valeur de marché Décembre 2015 <sup>2)</sup>	Valeur de marché Juin 2016 <sup>2)</sup>
2009	18'801 m <sup>2</sup>	CHF 7'893'237	80% bureaux	143'200'000	141'820'000

Source: AHVII

<sup>1)</sup> sans surface extérieure

<sup>2)</sup> conformément aux évaluations de Wüest & Partner



# Kapitel 3

## Base de l'évaluation

# Principes d'évaluation

## Principes

- Pour AHVII, on calcule le prix par action en supposant qu'AHVII poursuive ses activités de manière indépendante. Il n'a pas été tenu compte des effets des acquisitions futures et des éventuels potentiels de synergie dans l'évaluation. Nos travaux d'évaluation reposent par conséquent sur des bases Stand-Alone et Going-Concern.
- Comme susmentionné, la base choisie pour l'offre obligatoire s'explique par le fait que l'offrante, en achetant la part en actions d'AXA à hauteur de 59,28%, a atteint voire dépassé la valeur limite prescrite par la loi de 33<sup>1/3</sup>% de toutes les actions en circulation.

## Nombre d'actions nominatives d'AHVII saisies dans l'offre

- L'évaluation a pour but de fixer le prix d'une action nominative d'AHVII au 7 octobre 2016.
- Au moment de l'évaluation, le capital-actions d'AHVII se compose de 550'000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 60.76.

## Sources d'information

- Pour l'évaluation de la valeur, nous nous basons sur les données financières historiques (rapport annuel 2015) ainsi que sur une prévision du management pour l'année 2016 en cours.
- Nos réflexions sur l'évaluation reposent sur les informations publiques et les données et documents mis à disposition par AHVII. Par ailleurs, nous nous servons d'informations sur les marchés pertinents pour AHVII. Pour résumer, nous nous basons sur les informations suivantes:
  - comptes annuels audités d'AHVII pour l'année 2015 et autres publications;
  - comptes intermédiaires non audités d'AHVII au 30 juin 2016;
  - budget pour l'année 2016;
  - données des marchés financiers (Thomson Reuters EIKON, BX Berne eXchange);
  - expertise immobilière de Wüest & Partner pour l'immeuble commercial Portikon au 31 décembre 2015, établie le 3 février 2016;
  - expertise immobilière actuelle de Wüest & Partner pour l'immeuble commercial Portikon au 30 juin 2016, établie le 8 août 2016;
  - contrat d'achat d'actions entre AXA et ASPA du 8 juin 2016 pour l'achat de 326'050 actions nominatives (59,28%) d'AHVII; et

- autres explications et documents d'AHVII pour le calcul de la provision pour impôts différés.

# Méthodes d'évaluation et procédure

## Choix des méthodes d'évaluation et procédure

- Le cours boursier d'une société cotée est en principe un indicateur fiable de la valeur de marché d'une entreprise, car ce sont des tiers indépendants sur un marché public qui conviennent d'un prix sur la base de l'offre et de la demande. A la condition toutefois que le marché des actions soit liquide, c'est-à-dire qu'un nombre suffisant d'actions soit régulièrement négocié.
- Ce n'est pas le cas d'AHVII. Les actions sont négociées durant quelques jours seulement dans une étendue très limitée. Le titre n'est pas liquide et le cours boursier ne peut plus servir d'indicateur pour la juste valeur.
- Le prix d'une action nominative d'AHVII déterminé sur la base du VWAP sur 60 jours n'est par conséquent pas une valeur pertinente, mais sert uniquement, dans la présente évaluation, à intégrer le résultat dans le contexte du négoce boursier actuel.

## Méthode d'évaluation appliquée - valeur intrinsèque

- La principale méthode d'évaluation de sociétés de participation immobilières telles qu'AHVII est en principe la méthode de la valeur intrinsèque («NAV»). Selon cette approche, la valeur des fonds propres de l'entreprise correspond à la différence entre l'actif et le passif.
- Pour obtenir une valeur de marché des fonds propres, on vérifie toutes les valeurs au bilan pour déterminer leur potentiel de réévaluation et de dévaluation individuel et, si nécessaire, une nouvelle évaluation est effectuée. A cet égard, il convient de noter qu'une réévaluation nette des postes du bilan entraîne des impôts différés, tandis qu'une dévaluation nette produit des crédits d'impôt différés.
- Pour déterminer la NAV par action nominative d'AHVII, la marche à suivre a été la suivante:
  1. Le poste du bilan essentiel d'AHVII est l'immeuble commercial Portikon, qui fait l'objet d'une évaluation biannuelle (au 31 décembre et au 30 juin) de Wüest & Partner. Cette évaluation s'effectue selon la méthode du cash-flow actualisé («CFA») sur la base des futurs revenus locatifs, frais d'administration et d'exploitation et frais d'entretien et de remise en état. Nous avons effectué une analyse critique de l'expertise de Wüest & Partner du 3 février 2016 et 8 août 2016. Le potentiel de réévaluation et de dévaluation d'autres actifs et passifs d'AHVII a été analysé et adapté là où cela était nécessaire.
  2. Nous avons examiné sur quelle base ASPA et AXA ont fixé le prix de CHF 90.00 par action nominative d'AHVII. Cette valeur sert de base pour notre détermination finale de la valeur.

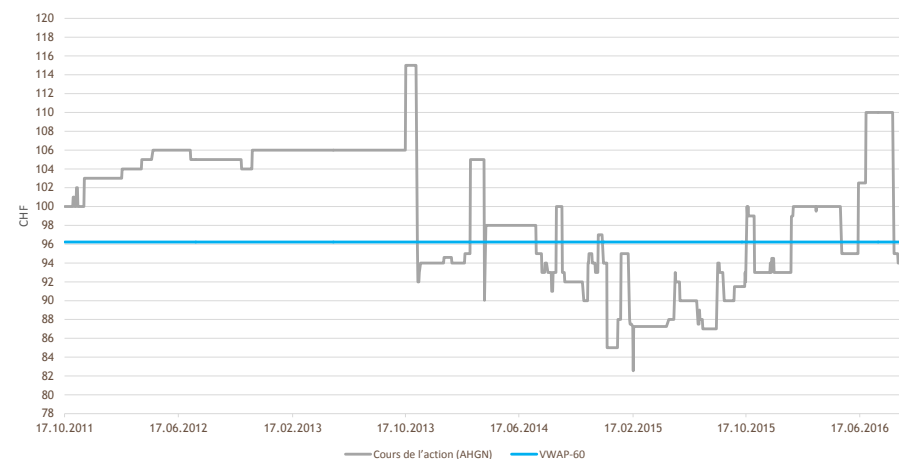
# Kapitel 4

## Réflexion sur la valeur

# Analyse du prix des actions

## Analyse du prix de l'action

- Le cours de clôture de l'action nominative d'AHVII à la BX Berne eXchange s'établissait à CHF 100.00 au moment de l'évaluation. Le prix le plus élevé payé depuis la cotation en octobre 2011 était de CHF 115.0 (17 octobre et 7 novembre 2013) par action. Le plus faible était de CHF 82.55 par action (17 février 2015).
- Le VWAP sur 60 jours (cours moyen calculé en fonction de la pondération des volumes de tous les achats d'actions effectués pendant les 60 derniers jours de Bourse) s'élève à CHF 96.23 par action nominative d'AHVII.
- Les actions d'AHVII ne sont négociées à la BX Berne eXchange qu'à des intervalles très irréguliers. Une analyse du volume de négoce montre que depuis le premier jour de Bourse jusqu'à la publication de l'offre (du 17 octobre 2011 au 7 octobre inclus), des transactions n'ont été effectuées que lors de 134 jours sur les 1'253 jours de Bourse au total.
- Conformément à l'art. 42, al. 4 OIMF-FINMA (voir également la circulaire COPA n° 2: «Liquidité au sens du droit des OPA»), un titre de participation qui ne fait pas partie du Swiss Leader Index («SLI») est considéré comme liquide si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en Bourse est égale ou supérieure à 0,04 % de la fraction librement négociable («Free Float») du titre de participation.
- Nos propres analyses en la matière ont montré que pendant la période pertinente considérée avant la publication de l'offre (d'octobre 2015 à septembre 2016 inclus), le volume de négoce des actions nominatives d'AHVII s'établissait 11 mois sur 12 sous le seuil de liquidité requis de 0,04%.
- Compte tenu du très faible volume de négoce, nous avons minimisé l'importance du cours boursier actuel et du VWAP de l'action nominative d'AHVII. Le faible volume de négoce et les grands écarts entre les jours où l'action est négociée laissent supposer que le cours de l'action peut être faussé, car selon les circonstances, toutes les informations liées aux cours ne se reflètent pas dans le cours de l'action.
- Par conséquent, le cours de l'action nominative d'AHVII ne peut pas servir de base à la détermination de la valeur.



Source: BX Berne Exchange

Période	Mois	Jours de négoce	Volumes négociés	Médiane des volumes de négoce quotidiens	Float	Free Float	Liquidités au sens du droit de reprise	Seuil de liquidité droit de reprise	Résultat
1	September 16	22	800	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Non atteint
2	Août 16	22	201	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Non atteint
3	Juillet 16	21	0	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Non atteint
4	Juin 16	22	901	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Non atteint
5	Mai 16	20	220	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Non atteint
6	Avril 16	21	0	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Non atteint
7	Mars 16	21	950	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Non atteint
8	Février 16	21	150	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Non atteint
9	Janvier 16	20	409	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Non atteint
10	Décembre 15	20	4299	100	223'950	40.72%	0.045%	0.04%	Dépassé
11	Novembre 15	21	1600	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Non atteint
12	Octobre 15	22	2720	-	223'950	40.72%	n.a.	0.04%	Non atteint

11x Non atteint

1x Dépassé

Source: BX Berne Exchange, analyse BDO

# Valeur intrinsèque et transaction avec AXA

## Analyse de la valeur de substance au 31 décembre 2015

- AHVII est une société de participations immobilières, la participation se limitant ici à un immeuble. Les sociétés immobilières sont habituellement évaluées sur la base de leur NAV, la valeur correspondant à la différence entre actifs et passifs.
- La NAV au 31 décembre 2015 (derniers états financiers audités) de CHF 103.39 par action.

## Adaptation sur la base du prix payé à AXA

- Le prix d'achat de CHF 90.00 par action dont il a été convenu le 8 juin 2016 indique que la valeur de l'immeuble avoisine CHF 129,5 millions (nets d'impôts différés passifs). Si l'on inclut les impôts différés comptabilisés, la valeur de l'immeuble s'élève à près de CHF 135 millions, soit environ CHF 8 millions de moins que l'évaluation de Wüest & Partner au 31 décembre 2015.
- Si l'on tient compte du fait qu'AHVII est une société immobilière qui ne détient dans son portefeuille qu'un immeuble commercial dont elle est la seule propriétaire, avec deux locataires principaux et des contrats arrivant à échéance fin 2019, un écart de près de 5% dans l'évaluation de la valeur de l'immeuble n'est pas inhabituel.
- La transaction entre AXA et l'offrante est une transaction entre tiers indépendants. Dans le même temps, il s'agit d'une transaction majoritaire (59,28% des actions), c'est pourquoi le prix payé est conforme au prix du marché. Par conséquent, le prix payé peut être assimilé au cours boursier d'un titre liquide.
- L'achat de 59,28% des actions correspond à une transaction majoritaire, c'est pourquoi la valeur de marché de l'immeuble déduite sur la base de CHF 90.00 par action est conforme à la valeur de marché.

## Remboursement de la valeur nominale

- Par décision du 29 août 2016, la société a décidé de rembourser la valeur nominale à hauteur de CHF 6.25 par action. Ce remboursement réduit d'autant la NAV par action.

## Résumé

- En considération du remboursement prévu de la valeur nominale, la valeur de marché de la NAV (Net Asset Value) par action nominative de la AHVII est réduite d'un montant Fr. 6.25 (qui correspond au remboursement de valeur nominale) à Fr. 83.75 (ceci sur la base du prix payé à AXA de CHF 90.00) avec valeur au 7 octobre 2016, le dernier jour de négociation avant publication de l'offre relative à toutes les actions publiques de la société visée.

■

CHF	31.12.2015
Liquidités	3'787'446
Créances résultant de livraisons et de prestations de	91'709
Autres créances à court terme	1'816
Compte de régularisation actif	128'839
<b>Total de l'actif circulant</b>	<b>4'009'810</b>
Immeuble Portikon	143'200'000
<b>Total de l'actif immobilisé</b>	<b>143'200'000</b>
<b>Total de l'actif</b>	<b>147'209'810</b>
Dettes résultant de créances et de prestations de se	64'895
Autres dettes à court terme	138'793
Dettes financières à court terme	800'000
Compte de régularisation passif	174'527
Provisions à court terme	3'226'000
Provisions pour impôts différés passifs	6'292'440
Fonds de tiers à long terme	79'650'000
<b>Total des fonds de tiers</b>	<b>90'346'656</b>
Capital-actions	36'855'500
Réserves	20'007'654
<b>Total des fonds propres</b>	<b>56'863'154</b>
<b>Total du passif</b>	<b>147'209'809</b>
NAV au 31.12.2015 selon états financiers audités	56'863'154
Nombre d'actions	550'000
<b>NAV au 31.12.2015 par action 1)</b>	<b>103.39</b>

1) La NAV de CHF 103.39 n'est pas calculée de la même manière que la NAV EPRA d'AHVII publiée dans le rapport annuel, qui est indiquée avant impôts différés.

Source: Rapport annuel audité au 31.12.2015

### Analyse de la valeur intrinsèque au 30 juin 2016

- Sur la base des résultats semestriels non audités au 30 juin 2016 et en tenant compte de l'évaluation immobilière actualisée de Wüest & Partner, on obtient une NAV de CHF 105.54 par action. Malgré la baisse de la valeur de marché de l'immeuble, l'augmentation de la NAV est imputable à une diminution des engagements financiers, en particulier des réserves pour les impôts différés passifs. Par ailleurs, des hypothèques ont été remboursées pour un montant de CHF 400'000.
- Il n'a pas été tenu compte du remboursement sur la valeur nominale de CHF 6.25 par action comme susmentionné.

### Adaptation sur la base du prix payé à AXA

- Même en prenant en compte les chiffres non audités au 30 juin 2016, avec une NAV plus élevée qu'au 31 décembre 2015, le prix payé de CHF 90.00 par action est conforme à la NAV du marché. A cela s'ajoute le fait que le contrat d'achat d'actions entre AXA et ASPA a été signé le 8 juin 2016, ce qui est temporellement plus proche du 30 juin 2016 que du 31 décembre 2015. Il convient également de relever que la valeur de l'immeuble calculée par Wüest & Partner AG est près de CHF 1,4 million inférieure à celle des états financiers au 31 décembre 2015. En conséquence, l'évaluation de l'immeuble par AXA aurait également été moins élevée, ce qui aurait aussi abouti au final à un prix d'environ CHF 90.00 par action.
- Au vu de la constellation sous la forme d'un immeuble commercial avec des contrats de location fixes arrivant à échéance, des frais d'entretien courants et des remboursements d'hypothèques fixés, la société visée n'a aucun potentiel de croissance effectif aussi bien au niveau de la NAV que des bénéfices atteignables. On peut à nouveau en déduire que le prix payé de CHF 90.00 par action n'est pas une pure représentation de la valeur au jour de référence, mais tient compte d'éléments du futur.
- Dans ce contexte, le prix défini contractuellement entre AXA et l'offrante de CHF 90.00 par action est également conforme à la NAV du marché selon les chiffres au 30 juin 2016.

### Remboursement de la valeur nominale

- Par décision du 29 août 2016, la société a décidé de rembourser la valeur nominale à hauteur de CHF 6.25 par action. Ce remboursement réduit d'autant la NAV par action.

### Résumé

En considération du remboursement prévu de la valeur nominale, la valeur de marché de la NAV (Net Asset Value) par action nominative de la AHVII est réduite d'un montant Fr. 6.25 (qui correspond au remboursement de valeur nominale) à Fr. 83.75 (ceci sur la base du prix payé à AXA de CHF 90.00) avec valeur au 7 octobre 2016, le

dernier jour de négociation avant publication de l'offre relative à toutes les actions publiques de la société visée.

CHF	30.06.2016
Liquidités	4'452'296
Créances résultant de livraisons et de prestations de	42'633
Autres créances à court terme	1'835
Compte de régularisation actif	127'502
<b>Total de l'actif circulant</b>	<b>4'624'266</b>
Immeuble Portikon	141'820'000
<b>Total de l'actif immobilisé</b>	<b>141'820'000</b>
<b>Total de l'actif</b>	<b>146'444'266</b>
Dettes résultant de créances et de prestations de se	95'455
Autres dettes à court terme	141'919
Dettes financières à court terme	800'000
Compte de régularisation passif	67'319
Provisions à court terme	2'149'263
Provisions pour impôts différés passifs	5'891'112
Fonds de tiers à long terme	79'250'000
<b>Total des fonds de tiers</b>	<b>88'395'068</b>
Capital-actions	36'855'500
Réserves	21'193'698
<b>Total des fonds propres</b>	<b>58'049'198</b>
<b>Total du passif</b>	<b>146'444'266</b>
NAV au 31.12.2015 selon états financiers audités	58'049'198
Nombre d'actions	550'000
<b>NAV au 30.06.2016 par action <sup>1)</sup></b>	<b>105.54</b>

1) La NAV de CHF 105.54 n'est pas calculée de la même manière que la NAV EPRA d'AHVII publiée dans le rapport annuel, qui est indiquée avant impôts différés.

Source: Chiffres non audités au 30.06.2016, AHVII

# Kapitel 5

## Evaluation globale



## Conclusion

- La NAV par action nominative d'AHVII au 7 octobre 2016 s'élève à CHF 83.75. A comparer au cours moyen calculé en fonction de la pondération des volumes (VWAP-60), qui s'élève à CHF 96.23 au moment de l'évaluation.
- Le cours d'une action de société immobilière cotée est habituellement dans le même ordre de grandeur que la NAV. La différence entre le 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 des sociétés de participations immobilières suisses liquides pour montrer avec quelle majoration par rapport à leur NAV les actions étaient négociées.
- Notre analyse a montré que le rapport médian entre la valeur de marché et la valeur comptable était d'environ 1,04x sur 5 ans.
- Pour la détermination de la valeur, nous estimons qu'il est approprié d'intégrer la réflexion sur la majoration dans la réflexion sur la valeur. L'application d'un rapport valeur de marché / valeur comptable supérieur à 1 pour les actions nominatives d'AHVII n'est pas appropriée à notre avis pour les raisons suivantes:
  - l'action nominative d'AHVII est actuellement négociée avec une décote aussi bien à la NAV au 31 décembre 2015 qu'à la NAV EPRA;
  - en comparaison directe avec les autres sociétés, l'offrante n'a qu'un seul immeuble dans son portefeuille et ne va pas en acheter d'autres.
  - l'immeuble Portikon a deux locataires principaux qui occupent environ 91% de la surface. Les contrats de location expirent en 2019 et on ne sait pas quelle sera la suite, en particulier aussi au vu du besoin de rénovation de l'immeuble.
- En tenant compte de toutes les analyses susmentionnées, la valeur par action nominative d'AHVII au 7 octobre 2016 est de CHF 83.75.

Zurich, 7 octobre 2016

BDO AG

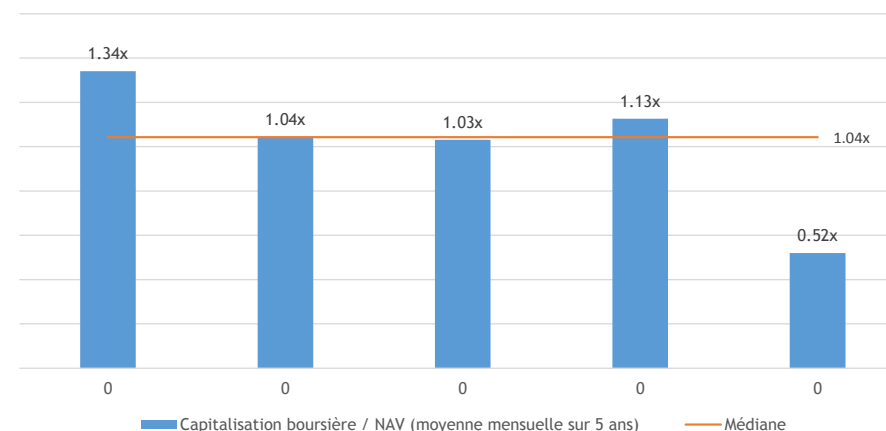


Marcel Jans  
Partner



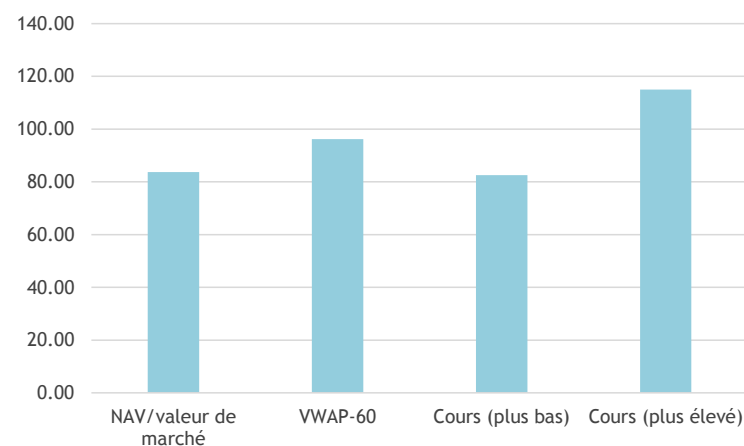
Oliver Ambs  
Direktor

## Analyse du rapport valeur de marché / valeur comptable de sociétés comparables



Source: Thomson Reuters EIKON

## Aperçu de la valeur au 7 octobre 2016



## Contact

**Marcel Jans**  
Partner

E: [marcel.jans@bdo.ch](mailto:marcel.jans@bdo.ch)

T: +41 44 444 37 55

F: +41 44 444 35 35

**Oliver Ambs**  
Direktor

E: [oliver.ambs@bdo.ch](mailto:oliver.ambs@bdo.ch)

T: +41 44 444 37 52

F: +41 44 444 35 35

BDO SA  
Fabrikstrasse 50  
8031 Zurich  
Suisse

T: +41 44 444 35 55

F: +41 44 444 35 55