

Fairness Opinion

PAX SA de Placements

Évaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'achat de Bâloise Vie SA
portant sur les actions en circulation de PAX SA de Placements

Zurich, le 7 mars 2017

Table des matières

Table des abréviations	3
1 Introduction.....	4
1.1 Contexte.....	4
1.2 Notre mission.....	5
1.3 Procédure.....	6
1.4 Sources.....	7
2 Description et de l'entreprise et aperçu du marché.....	8
2.1 Vue d'ensemble.....	8
2.2 Portefeuille d'immeubles de PAX Placements.....	9
2.3 PAX Verwaltungen	12
2.4 Situation financière de PAX Placements	13
2.5 Marché immobilier	14
3 Processus d'évaluation.....	16
3.1 Méthode d'évaluation	16
3.2 Adjusted Net Asset Value (valeur d'inventaire nette ajustée).....	17
3.3 Trading Multiples	18
4 Evaluation.....	19
4.1 Adjusted Net Asset Value (valeur d'inventaire nette ajustée).....	19
4.2 Analyse Trading Multiples.....	25
4.3 Analyse du cours de l'action	27
5 Appréciation	29
6 Annexe.....	31
6.1 Coût moyen des fonds propres de PAX Verwaltungen.....	31
6.2 WACC de PAX Placements	32
6.3 Analyse bêta au 31 décembre 2016.....	33
6.4 Analyse à l'aide de Multiples au 31 décembre 2016.....	34

Table des abréviations

al.	alinéa
action	action nominative de PAX SA de Placements avec une valeur nominale de CHF 100.0
ANAV	Adjusted Net Asset Value (valeur d'inventaire nette ajustée)
aj.	ajusté
art.	article
AG	Assemblée générale
Bâloise Vie	Bâloise Vie SA
CAPM	Capital Asset Pricing Model
COPA	commission des OPA
cf.	confer
DCF	Discounted Cash Flow
etc.	et cetera
FMI	Fonds monétaire international
CHF	francs suisses
IFBC	IFBC AG
ID	Immeubles en développement

NAV	Net Asset Value
Nürnberger Lebensversicherung	Nürnberger Lebensversicherung AG
OOPA	ordonnance sur les OPA
p.ex.	par exemple
PAX Holding	PAX Holding (société coopérative)
PAX Placements	PAX SA de Placements
PAX Assurances	PAX Société suisse d'assurance sur la vie SA
PAX Verwaltungen	PAX Verwaltungen AG
PAX Wohnbauten	PAX Wohnbauten AG
pb	points de base
Swiss GAAP RPC	Recommandations relatives à la présentation des comptes, normes comptables suisses
SA	Société anonyme
SLI	Swiss Leader Index
VWAP	Volume Weighted Average Price
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WP	Wüest Partner

1 Introduction

1.1 Contexte



PAX Placements est une société immobilière qui détient des immeubles existants et des immeubles en développement, en particulier dans le Mittelland suisse alémanique.

Bâloise Vie a l'intention d'acquérir toutes les actions en circulation de PAX Placements à un prix de CHF 1'600.

PAX SA de Placements (« PAX Placements ») est une société immobilière fondée en 1959 qui est cotée à la bourse SIX Swiss Exchange depuis 1996. A fin 2016, PAX Placements possède 16 immeubles existants et 29 immeubles en développement avec des affectations diverses. Les immeubles se situent majoritairement dans le Mittelland suisse alémanique et le long des principaux axes routiers.

Jusqu'à récemment, PAX Holding (société coopérative) détenait directement et indirectement 57.63% des actions nominatives (« action ») de PAX Placements. Ce paquet d'actions a été vendu le 5 janvier 2017 à Bâloise Vie SA (« Bâloise Vie ») au prix de CHF 1'600 par action. Bâloise Vie a acquis simultanément la participation de Nürnberger Lebensversicherung AG dans PAX Placements, qui s'élevait à 13.33%, au même prix.

Pour les 29.04% restants du capital-actions de PAX Placements qui sont détenus par des actionnaires du public, Bâloise Vie a annoncé dans l'annonce préalable du 6 janvier 2017 une offre d'achat volontaire (« offre ») à un prix de CHF 1'600 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 général rédigée pour aider les administrateurs dans leur décision.

1.2 Notre mission

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

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

Pour l'évaluation de l'offre de Bâloise Vie, le Conseil d'administration de PAX Placements a formé un comité composé de l'administrateur indépendant Thomas F. Dressendoerfer. IFBC AG (« IFBC ») a été mandatée le 2 décembre 2016 par l'administrateur indépendant de PAX Placements pour procéder à une expertise sur l'adéquation financière de l'offre publique d'achat (« Fairness Opinion ») portant sur PAX Placements 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 PAX Placements, 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 10 mars 2017.

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

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

En établissant la Fairness Opinion, IFBC a présumé que les informations fournies par PAX Placements étaient exactes et complètes. La Direction de PAX Placements 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 mis à disposition (cf. paragraphe 1.4) et des calculs.

Cette Fairness Opinion a été envoyée au Conseil d'administration de PAX Placements le 7 mars 2017. La date de l'évaluation est le 7 mars 2017.

Cette Fairness Opinion existe également en allemand.

1.3 Procédure

La présente évaluation de l'adéquation financière de l'offre de Bâloise Vie soumise aux actionnaires restants de PAX Placements se fonde sur les conclusions d'IFBC.

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

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

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

IFBC n'a pas réalisé elle-même ou fait réaliser une estimation ou évaluation du portefeuille d'immeubles de PAX Placements. Pour l'estimation des biens immobiliers, IFBC s'est fondée sur les informations fournies par l'expert immobilier de PAX Placements, la société Wüest Partner AG (« WP »).

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 PAX Placements (évaluation stand alone). Par conséquent, le rapport ne contient pas d'affirmation sur l'évolution de la valeur [de l'entreprise] en cas de décotation de l'action de la SIX Swiss Exchange ou d'une liquidation de PAX Placements.

1.4 Sources

Notre évaluation est fondée notamment sur les bases suivantes :

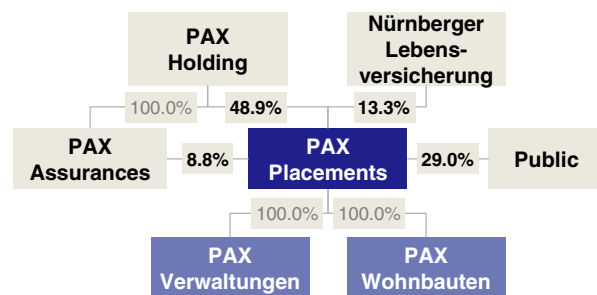
- Annonce préalable à l'offre publique d'acquisition du 6 janvier 2017
- Projet de prospectus d'offre du 28 février 2017
- Rapports annuels 2014, 2015 et 2016 révisés de PAX Placements établis selon les normes Swiss GAAP RPC
- Rapport d'estimation de WP au 31 décembre 2016 relatif aux biens immobiliers de PAX Placements
- Procès-verbaux des réunions du Conseil d'administration de PAX Placements dès janvier 2014
- Extrait du registre du commerce concernant PAX Placements au 7 mars 2017
- Rapports de révision à l'intention du Conseil d'administration pour les exercices 2013, 2014 et 2015
Projet de rapport de révision à l'intention du Conseil d'administration pour l'exercice 2016, du 23 février 2017
- Contrat de vente entre PAX Placements et PAX Assurances portant sur les actions de PAX Verwaltungen AG du 7 mars 2017
- Données financières et des marchés des capitaux d'une sélection de sociétés comparables (source : Bloomberg)
- Autres informations accessibles au public

De plus, des discussions ont eu lieu avec la Direction de PAX Placements, les réviseurs responsables ainsi qu'avec les experts immobiliers de WP.

2 Description et de l'entreprise et aperçu du marché

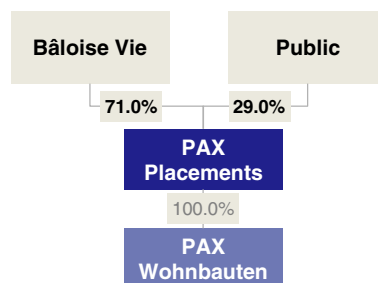
2.1 Vue d'ensemble

Structure de l'actionnariat au 4 janvier 2017



Source : PAX Placements.

Structure de l'actionnariat après la vente de PAX Verwaltungen



Source : PAX Placements.

PAX Placements est une société immobilière dont le siège est à Bâle ; elle a été fondée en 1959. Depuis octobre 1996, elle cotée à la SIX Swiss Exchange dans le segment des sociétés immobilières.

Jusqu'au 5 janvier 2017, PAX Holding détenait directement et indirectement, par l'intermédiaire de PAX Assurances, 57.63% des actions de PAX Placements. Nürnberger Lebensversicherung AG détenait 13.33%. Les 29.04% restants du capital-actions étaient détenus par des actionnaires du public. Le 5 janvier 2017, PAX Holding et Nürnberger Lebensversicherung AG (vendeurs) ont chacune signé un contrat de vente avec Bâloise Vie (acheteur) concernant la vente de toutes les actions de PAX Placements détenues par les vendeurs. Le closing de ces deux transactions de vente n'a pas encore eu lieu..

Le modèle commercial de PAX Placements repose sur trois piliers essentiels :

- Immeubles existants
- Immeubles en développement
- Gestion immobilière

PAX Placements dispose d'un portefeuille d'immeubles locatifs composé d'immeubles d'habitation et commerciaux (immeubles existants). En outre, PAX Placements investit dans des projets de développement avec l'objectif de vendre ces immeubles avec un bénéfice après leur construction. Tant les immeubles existants que les immeubles en développement sont détenus par PAX Wohnbauten AG (« PAX Wohnbauten »). PAX Verwaltungen était, jusqu'à sa vente à PAX Assurances le 31 mars 2017 le troisième pilier de PAX Placements. PAX Verwaltungen gère ses propres immeubles, les immeubles de PAX Assurances et dans une très faible mesure ceux de mandants externes.

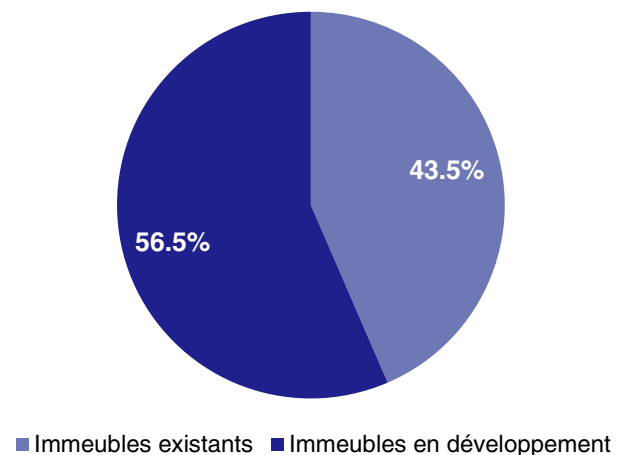
2.2 Portefeuille d'immeubles de PAX Placements

PAX Placements possède un portefeuille d'immeubles existants et en développement

Le portefeuille d'immeubles de PAX Placements avait, au 31 décembre 2016, une valeur au bilan d'environ CHF 425.0 millions. Les immeubles existants constituent 43.5% du portefeuille, avec une valeur vénale au bilan de CHF 184.9 millions. Les immeubles en développement sont inscrits au bilan avec une valeur de placement de CHF 240.0 millions, ce qui représente une part de 56.5% du portefeuille total.

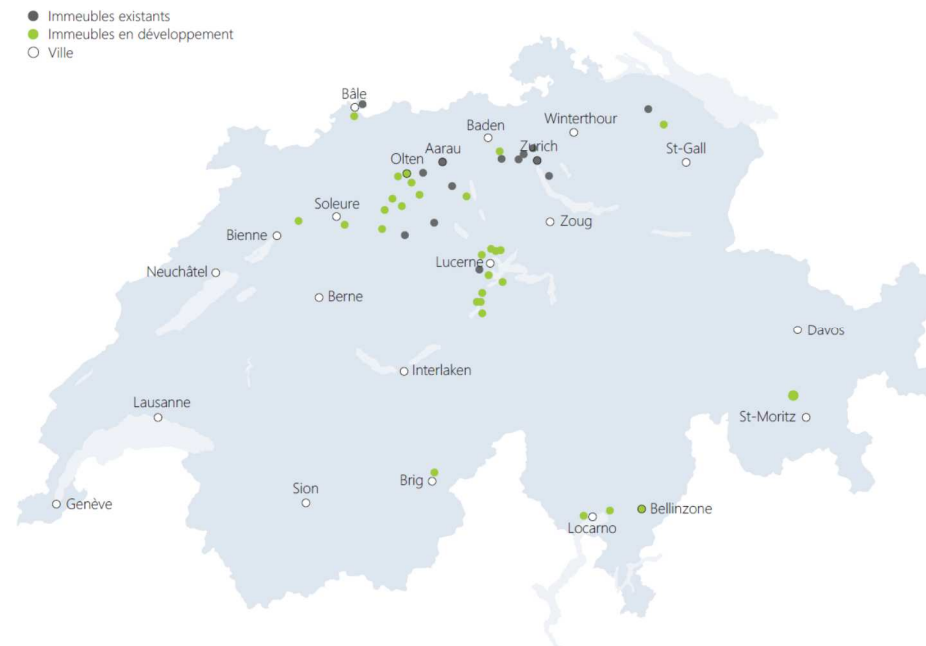
Les immeubles de PAX Placements se trouvent tous, à l'exception de trois projets de développement au Tessin, en Suisse alémanique. Les immeubles situés dans le Mittelland suisse alémanique, le long des principaux axes routiers constituent la majorité du portefeuille.

Répartition du portefeuille d'immeubles au 31 décembre 2016 sur la base des valeurs au bilan



Source : PAX Placements.

Lieux de situation des immeubles de PAX Placements



Source : PAX Placements.

2.2.1 Aperçu des immeubles existants et de leur estimation

Les immeubles existants de PAX Placements ont une valeur de marché de CHF 184.9 millions.

Vue d'ensemble des immeubles existants au 31 décembre 2016

	Année de construction	Rénovations	Surface utile en m ²	Valeurs vénables en millions CHF
PARCELLES NON CONSTRUITES				
Riehen / Parcelle en droit de superficie n° 1700 / Grendelgasse				
Total parcelles non construites				0.0
IMMEUBLES D'HABITATION				
Bürglen / Kreuzackerstr. 4, 7	2008		1'291	4.9
Hinteregg / Neuweisenweg 1, 3, 5	1961	2006	1'481	7.8
Huttwil / Eriswilstrasse 39-41	2014		1'653	4.5
Niederrohrdorf / Hintermattweg/Hiltiwaldweg	2016		6'122	31.3
Oberkulm / Neudorfstr. 8, 10	2007		1'688	6.2
Schönenwerd / Oltnerstrasse 64a, 64b, 64c, 64d	2015/2016		7'143	28.7
Total immeubles d'habitation			19'378	83.4
IMMEUBLES COMMERCIAUX				
Aarau / Herzogstrasse 1	2007		2'194	8.8
Egerkingen / Lindenhagstrasse 1	2012		3'254	12.5
Fahrweid / Querstrasse 17	1987	2008	15'590	15.4
Regensdorf / Althardstrasse 146, 150	2012		6'137	11.7
Rümlang / Hofwisenstrasse 40/42	2012		5'090	12.2
Total immeubles commerciaux			32'265	60.8
IMMEUBLES MIXTES				
Brittnau / Dorfstrasse 24a/24b + EH	1990		1'605	5.5
Kriens / Dattenmattstrasse 16/18	1957/1988		5'423	14.5
Küsnacht / Untere Heslibachstrasse 46	1973	2012	1'903	8.9
Zürich / Schaffhauserstrasse 439	1932	2012	1'167	8.0
Total immeubles mixtes			10'098	36.9
Total immeubles existants			61'741	181.1

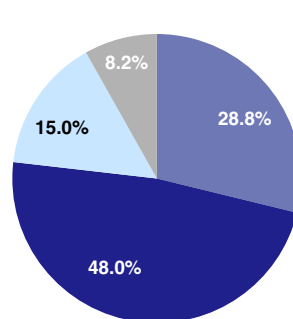
Source : PAX Placements.

PAX Placements possède, au 31 décembre 2016, un total de 16 immeubles existants, avec une surface utile totale de 67'226 m². Environ la moitié de la surface utile se trouve dans des immeubles commerciaux, 29% sont loués à des particuliers. La surface utile restante concerne des immeubles à affectation mixte ainsi qu'un terrain non construit.

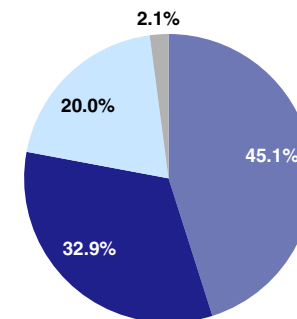
Les immeubles existants sont inscrits au bilan à leur valeur vénale. Celle-ci correspond à la valeur de marché de l'immeuble concerné déterminée par WP. La valeur de marché est obtenue sur la base de la méthode Discounted Cash Flow. Dans ce cadre, les revenus générés par la location des immeubles sont calculés en tenant compte des taux de vacances actuels et durables ainsi que des frais directement liés à l'immeuble. La valeur vénale des immeubles existants s'élève ainsi à un total de CHF 184.9 millions.

Répartition des immeubles existants au 31 décembre 2016 selon leur :

Surface utile



Valeur vénale



■ Immeubles d'habitation ■ Immeubles commerciaux ■ Immeubles mixtes ■ Parcelles non construites

Source : PAX Placements.

2.2.2 Aperçu des immeubles en développement et de leur estimation

Sur la base de l'estimation de WP, le Conseil d'administration de PAX Placements a défini la valeur de marché totale des 29 projets de développement à CHF 251.1 millions.

Vue d'ensemble des immeubles en développement au 31 décembre 2016

	Etat du projet	Surface habitable nette en m ²	Valeur de placement en millions CHF
Aarwangen / Residenz Alpenblick	Achevé	4'558	20.2
Alpnach / Pilatuspark (bâtiment D)	Permis de construire	1'314	1.2
Bellinzona / Via Zorzi	Achevé	4'920	0.0
Bischofszell / Rietwiesstrasse	Achevé	2'296	8.1
Bottmingen / Kreuzackerweg	Achevé	1'592	5.7
Bützberg / Brunngasse	Achevé	1'202	0.0
Ebikon / Löwen	En cours de planification		3.0
Ebikon / Nu	Achevé	4'277	6.4
Ebikon / Nu maison en terrasse	Achevé	2'755	12.4
Emmenbrücke / Sonnengarten	En construction	10'350	36.5
Gerlafingen / Sackzelgli	En cours de planification		2.0
Grenchen / Hinzihöfli	En cours de planification		0.8
Hergiswil / Bahnhofstrasse	Achevé	931	1.4
Losone / résidence Ai Faggi	Achevé	6'828	3.9
Naters / Vista Sempione	Achevé	3'527	4.4
Niederrohrdorf / parc résidentiel Ypsilon	Achevé	7'083	23.6
Oftringen / Viva Carmen	Achevé	6'380	29.5
Olten / Hasenweid	Achevé	3'318	11.5
Reinach / Riverpark ancienne construction	En cours de planification		1.4
Reinach / Riverpark nouvelle construction	En cours de planification		4.4
Roggwil / Hofacher	Achevé	1'375	5.4
Sachseln / Spis	Achevé	2'319	11.0
Samedan / Pro Vivaint	Achevé	7'193	19.8
Samen / Terrassenstrasse 2	En cours de planification		0.2
Samen / Verde	Achevé	1'526	6.5
Stansstad / Boathouse	Achevé	2'094	9.5
Tenero / résidence le Terrazze	Achevé	1'958	5.2
Wolfwil / Dorf	En cours de planification		0.4
Zofingen / résidence am Rebberg	En cours de planification		5.8
Total immeubles d'habitation		77'796	240.0

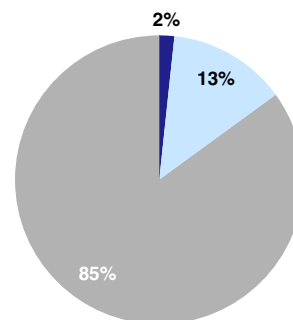
Source : PAX Placements.

A fin 2016, PAX Placements a 29 projets de développement au total dans son portefeuille d'investissements. Il s'agit principalement de projets d'immeubles résidentiels. 8 des 29 projets sont encore en phase de planification. Pour les autres projets, l'autorisation de construire a été accordée ou les projets sont déjà achevés. Les immeubles en construction ou déjà achevés présentent une surface habitable nette de 77'796 m².

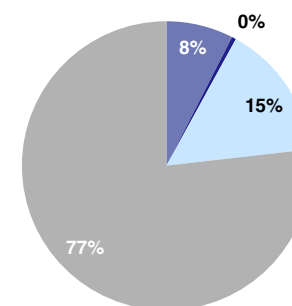
Les immeubles en développement sont inscrits au bilan avec une valeur de CHF 240.0 millions. Contrairement aux immeubles existants, les immeubles en développement ne sont toutefois pas inscrits au bilan à la valeur vénale ou de marché mais à la valeur de placement. Celle-ci correspond, selon le principe de la valeur minimum, à la valeur la plus basse entre le prix d'achat et la valeur de marché des immeubles. Dans le cas des immeubles pour lesquels le prix d'achat est inférieur à la valeur de marché, il existe par conséquent des réserves latentes. En tenant compte des réserves latentes de CHF 11.1 millions, la valeur de marché des immeubles en développement s'élève à CHF 251.1 millions.

Répartition des immeubles en développement au 31 décembre 2016 selon leur :

Surface utile



Valeur de placement



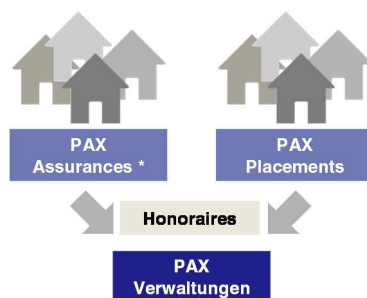
■ en cours de planification ■ avec permis de construire ■ en construction ■ achevé

Source : PAX Placements.

2.3 PAX Verwaltungen

PAX Verwaltungen gère principalement de ses propres immeubles et des immeubles de PAX Assurances.

Honoraires avant l'acquisition de PAX Placements par Bâle Vie



Honoraires après l'acquisition de PAX Placements par Bâle Vie



Source : IFBC.

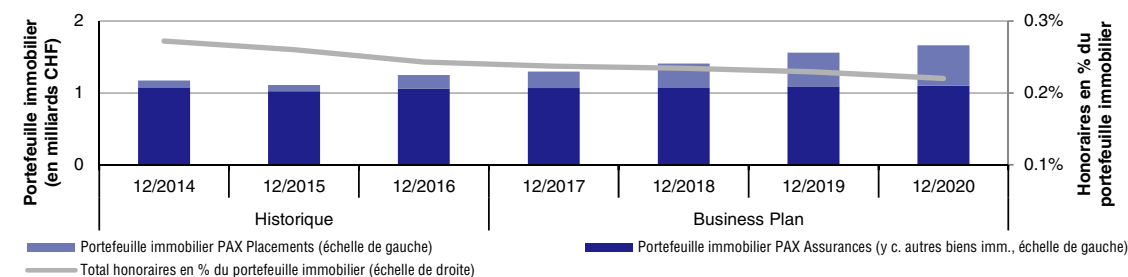
*) y compris les immeubles de tiers.

En sus des placements dans des immeubles existants et des immeubles en développement, PAX Placements détenait, au 31 décembre 2016, une participation de 100% dans PAX Verwaltungen. Celle-ci s'occupe de la gestion commerciale d'un portefeuille d'immeubles d'environ CHF 1.2 milliards, qui est composé principalement des immeubles de PAX Placements et des immeubles de PAX Assurances.¹

Après l'acquisition de PAX Placements par Bâloise Vie, il est prévu que Bâloise Vie gère elle-même tous les biens immobiliers acquis. PAX Verwaltungen devrait cependant continuer à gérer les biens immobiliers de PAX Assurances. Dans ce but, PAX Assurances achètera PAX Verwaltungen au 31 mars 2017. Pour déterminer la valeur de marché de PAX Verwaltungen, seuls les honoraires et charges qui ont un lien direct avec l'activité de gestion du portefeuille immobilier de PAX Assurances ont été pris en compte.

Dans le graphique qui figure ci-dessous, le développement historique et prévu des biens immobiliers de PAX Placements et PAX Assurances est présenté, ainsi que les honoraires de gestion, en % du portefeuille immobilier.

Portefeuille immobilier avant l'acquisition de PAX Placements par Bâle Vie



Source : PAX Placements.

¹ PAX Verwaltungen gère également un petit nombre de biens immobiliers individuels de mandants externes.

2.4 Situation financière de PAX Placements

Chiffres-clé du compte de résultat et du bilan de PAX Placements

Compte de résultat (en millions CHF)	12/2014 (restated)	12/2015	12/2016
Revenus générés par la location des immeubles	9.5	6.6	6.4
Revenus générés par la vente des immeubles	70.0	90.9	95.2
Honoraires de gestion des immeubles	2.7	2.7	2.5
Autres revenus	0.8	0.2	0.1
Chiffre d'affaires	82.9	100.4	104.2
Résultat de la réévaluation	0.1	4.1	1.9
Bénéfice généré par la vente d'immeubles existants	17.7	10.9	-
Charges opérationnelles directes	(68.2)	(90.1)	(77.9)
Autres frais de la société	(5.9)	(7.2)	(12.1)
Résultat d'exploitation	26.6	18.1	16.2

Bilan (en millions CHF)	12/2014 (restated)	12/2015	12/2016
Immeubles en développement	269.5	314.0	240.0
Immeubles existants	97.9	89.5	184.9
Total portefeuille immobilier	367.4	403.5	425.0
Total fonds étrangers	228.7	173.1	196.9
Fonds propres sans participations minoritaires	290.5	297.3	306.9
Participations minoritaires	0.0	0.0	-
Total fonds propres	290.6	297.3	306.9
Total du bilan	519.3	470.4	503.8
NAV par action (en CHF)	1'614	1'652	1'705

Source : PAX Placements.

L'augmentation du chiffre d'affaires de CHF 82.9 millions à CHF 104.2 millions entre 2014 et 2016 est presque exclusivement due au revenus plus élevés provenant de la vente d'immeubles en développement. Au cours de la même période, les revenus provenant de la location d'immeubles ont diminué. Cependant, une augmentation est prévue pour 2017, étant donné que le portefeuille d'immeubles existants a fortement grandi, en particulier au 2^e semestre 2016. Au cours des dernières années, des honoraires oscillant entre CHF 2.5 millions et CHF 2.7 millions ont été générés par l'activité de gestion. En 2014 et 2015, des bénéfices substantiels ont été en outre réalisés lors de la vente d'immeubles existants. En raison de la nouvelle orientation stratégique axée sur la poursuite du développement du portefeuille immobilier, aucun autre immeuble existant n'a été vendu en 2016.

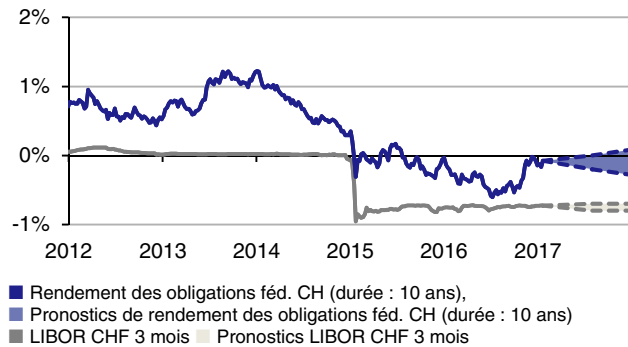
Du côté des charges, il convient de distinguer les charges opérationnelles directes des autres frais de la société. Les charges opérationnelles directes comprennent en particulier les dépenses pour l'entretien des immeubles existants, les frais d'investissement pour les immeubles en développement ainsi que les charges liées à la gestion des immeubles. Les autres frais de la société comprennent les frais de personnel ainsi que les frais liés notamment à la révision des comptes et à l'assemblée générale, l'impôt sur le capital et les frais de transaction. Au total, un résultat opérationnel de CHF 16.2 millions a pu être réalisé en 2016.

Dans le contexte de la nouvelle stratégie, les immeubles en développement vendus en 2016 n'ont pas été remplacés par de nouveaux projets de développement. Au lieu de cela, certains immeubles en développement achevés ont été intégrés dans les immeubles existants et des immeubles de placement supplémentaires ont été acquis. Cela a entraîné une diminution des immeubles en développement à CHF 240.0 millions et une augmentation des immeubles existants à CHF 184.9 millions.

Les fonds propres s'élevaient au 31 décembre 2016 à environ CHF 306.9 millions et la Net Asset Value par action était de CHF 1'705.

2.5 Marché immobilier

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



Source : IFBC Update, février 2017.

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), feront en sorte qu'en 2017 également, les placements en **fonds immobiliers** demeureront très prisés.² Tandis que les fonds immobiliers suisses sont par conséquent attractifs en comparaison d'autres classes de placement, du moins du point de vue des rendements, les placements directs dans des immeubles doivent être évalués de manière nuancée.

En raison de l'activité intense de construction des derniers mois et de la diminution de la croissance de la population, les loyers ont atteint selon WP un sommet provisoire en 2015. Il convient de partir du principe que le marché des **logements locatifs** évolue en faveur des locataires et que les loyers moyens diminueront en conséquence. A cet égard, il faut prendre en compte le fait que les logements bon marché, en particulier, demeurent très prisés tandis que la demande d'objets plus chers tend à diminuer.³

L'augmentation constante depuis 17 ans de la valeur des **logements en propriété** semble certes se stabiliser, mais il ne faut pas s'attendre à une diminution substantielle des prix. Ainsi, l'UBS s'attend, pour l'année 2017, à une croissance nulle des prix des logements en propriété et même à une augmentation, bien que légère, des prix des maisons individuelles. L'incertitude règne cependant quant à l'évolution à plus long terme. Il ne faut certes pas s'attendre à moyen terme à un changement significatif mais on ne constate guère d'impulsions positives.⁴

L'activité de construction dans le domaine des **immeubles commerciaux** s'est certes apaisée, mais il existe toujours un excédent d'offres. Cela s'explique par le contexte d'intérêts bas en raison duquel les investisseurs sont prêts à accepter des vacances plus

² CS : Immobilienmonitor Schweiz, 4^e trimestre 2016, 23 novembre 2016, p. 5.

³ WP : Immobilienmarkt Schweiz 2017/1, 9 février 2017, p. 2

⁴ UBS : UBS Real Estate Focus, 12 janvier 2017, p. 14 s.

élevées et des rendements plus bas.⁵ Alors que l'on s'attend malgré tout à une évolution stable dans le marché des surfaces de bureaux, la situation sur le marché des surfaces de vente demeure tendue. En raison surtout des ventes en ligne qui gagnent sans cesse en importance mais également du tourisme d'achat, les surfaces de vente sont très difficiles à louer. Il faut donc s'attendre à une réduction des loyers dans ce secteur.⁶

Enfin, il y a lieu de prendre en compte que les marchés régionaux, tant pour les logements locatifs que pour les logements en propriété, ainsi que l'immobilier commercial peut évoluer très différemment.

⁵ CS : Immobilienmonitor Schweiz, 4^e trimestre 2016, 23 novembre 2016, p. 13.

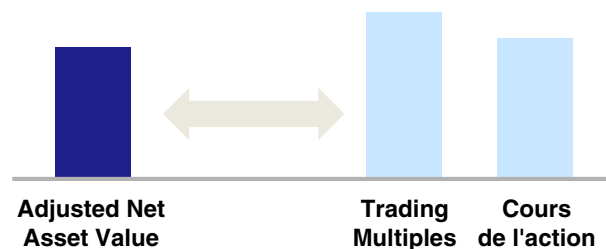
⁶ WP : Immobilienmarkt Schweiz 2017/1, 9 février 2017, p. 2

3 Processus d'évaluation

3.1 Méthode d'évaluation

Pour l'évaluation de PAX Placements, nous nous basons principalement sur le calcul de l'Adjusted Net Asset Value. La valeur par action 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 examiner l'adéquation financière de l'offre publique d'achat de Bâloise Vie, nous déterminons la valeur par action de PAX Placements. A cet effet, l'Adjusted Net Asset Value (« ANAV ») au 7 mars 2017 est calculée dans un premier temps. La valeur des fonds propres qui en résulte est ensuite divisée par le nombre d'actions en circulation pour obtenir la valeur par action de PAX Placements. Puis la valeur par action obtenue est vérifiée quant à sa plausibilité à l'aide des évaluations effectuées sur la base de Trading Multiples. Enfin, la liquidité de l'action de PAX Placements est analysée et le cours de l'action est comparé avec la valeur par action obtenue à l'aide de l'ANAV ainsi que de l'évaluation fondée sur les Multiples. Toutes les analyses sont basées sur une évaluation Stand Alone de PAX Placements.



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

Le calcul de l'ANAV est une méthode basée sur la valeur intrinsèque.

Pour l'évaluation de PAX Placements, nous nous basons principalement sur le calcul de l'ANAV (« Adjusted Net Asset Value »). L'ANAV est une méthode basée sur la valeur intrinsèque. La valeur intrinsèque ou Net Asset Value (« NAV ») correspond à la valeur des fonds propres qui résulte de la somme des actifs d'une entreprise, après déduction des fonds étrangers. Pour déterminer l'ANAV, toutes les valeurs du bilan sont vérifiées quant à la possibilité d'une revalorisation ou dévalorisation et ajustées en conséquence lorsque c'est nécessaire. Dans le cas de PAX Placements, il s'agit notamment de :

- l'ajustement des valeurs de placement des immeubles en développement prises en compte dans le bilan en fonction de leurs valeurs de marché
- l'ajustement de la valeur de PAX Verwaltungen
- l'ajustement des impôts latents
- le calcul de la valeur de marché des dettes financières.

La valeur intrinsèque de PAX Placement est pour l'essentiel définie par la valeur du portefeuille immobilier. Lors de l'estimation des biens immobiliers, seuls les revenus et les charges qui peuvent être directement attribués aux différents immeubles sont pris en compte et pertinents. Les autres frais de PAX Placements ne sont donc pas reflétés dans la valeur immobilière de PAX Placements. Pour cette raison, en sus des ajustements décrits ci-dessus, la valeur actuelle des autres frais de la société qui peuvent être attendus à l'avenir (dépenses futures escomptées), est également prise en compte lors de la détermination de l'ANAV.

L'ANAV obtenu au 31 décembre 2016 est ensuite capitalisée à l'aide du coût moyen pondéré du capital (« Weighted Average Cost of Capital », « WACC ») à la date de référence de l'évaluation 7 mars 2017 et divisée par le nombre d'actions en circulation.

3.3 Trading Multiples

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

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

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

Pour déterminer les Multiples au 31 décembre 2016, les Net Asset Values avant et après impôts sont collectées. Ces valeurs sont ensuite comparées au cours de l'action respectif au 31 décembre 2016.⁸ La moyenne des Multiples du Peer Group calculés de cette façon est utilisée pour déterminer la valeur des fonds propres de PAX Placements. A cet effet, la valeur moyenne est multipliée par la NAV au 31 décembre 2016 avant et après impôts. La valeur des fonds propres au 7 mars 2017 ainsi obtenue est ensuite capitalisée. La division de la valeur des fonds propres au 7 mars 2017 qui en résulte par le nombre des actions en circulation donne la valeur d'une action.

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

⁸ Zug Estate publiera ses comptes annuels 2016 le 10 mars 2017 après l'établissement de cette Fairness Opinion, raison pour laquelle pour le calcul des Multiples de Zug Estate utilisés, ce sont les NAV ainsi que le cours de l'action au 30 juin 2016 qui ont été pris en considération

4 Evaluation

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

Pour calculer l'ANAV, les fonds propres de PAX Placements au 31 décembre 2016 sont ajustés sur la base des éléments suivants :

- (1) Différence entre la valeur comptable et la valeur de marché des immeubles en développement
- (2) Ajustement relatif à la provision pour impôts latents sur les immeubles existants
- (3) Différence entre la valeur de marché et la valeur comptable de PAX Verwaltungen
- (4) Différence entre la valeur de marché et la valeur comptable des dettes financières
- (5) Valeur actuelle des autres frais de PAX Placements

Pour le calcul de l'ANAV, nous nous fondons sur la NAV de PAX Placements au 31 décembre 2016 et l'ajustons sur la base des 5 éléments suivants :

- (1) Différence entre la valeur comptable et la valeur de marché des immeubles en développement

Les immeubles en développement (« ID ») sont inscrits au bilan, chez PAX Placements, au prix d'achat ou à la valeur de marché si elle est inférieure. La valeur de marché de chaque ID est ainsi calculée semestriellement par WP sur la base de la méthode Discounted Cash Flow (méthode « DCF »)⁹. Le Conseil d'administration de PAX Placements définira la valeur de marché finale des immeubles en développement sur la base de cette analyse DCF.

Dans le cas des immeubles pour lesquels le prix d'achat est inférieur à la valeur de marché, ce n'est pas le prix de marché mais le prix d'achat qui est inscrit au bilan. La somme des valeurs de marché des immeubles en développement, à savoir CHF 251.1 millions, est donc supérieure à la valeur comptable des immeubles en développement, de CHF 240.0 millions. Pour déterminer la Fair Value des fonds propres, il faut donc additionner la différence de CHF 11.1 millions à la NAV au 31 décembre 2016, et les impôts latents de CHF 2.4 millions¹⁰ qui en résultent doivent être soustraits. Il résulte ainsi de l'ajustement valeur de marché/valeur comptable des immeubles en développement une augmentation nette de la NAV au 31 décembre 2016 de CHF 8.6 millions.

⁹ La méthode DCF est basée sur le principe de théorie financière selon lequel la valeur d'un actif ou d'une entreprise résulte des excédents de ressources librement disponibles (les « Free Cash Flows »), escomptés, attendus à l'avenir. La méthode DCF est ainsi une méthode d'évaluation axée sur l'avenir. Elle est considérée comme la « Best Practice » en matière d'estimation immobilière.

¹⁰ Pour le calcul des impôts latents, un taux d'imposition de 22.0% est pris en compte, ce qui correspond au taux d'imposition moyen dans les différents cantons (source : PAX Placements).

Détermination de l'ANAV par action

	en millions CHF
Total fonds propres au 31.12.2016	306.9
Valeur de marché des immeubles en développement (« ID »)	251.1
Valeur comptable ID	(240.0)
Valeur comptable ID	(2.4)
1) Δ valeur de marché/valeur comptable ID (y c. impôts latents)	8.6
2) Ajustement des impôts latents sur immeubles existants	3.2
Prix de vente PAX Verwaltungen (portefeuille immobilier PAX Assurances)	3.2
Valeur de marché gestion portefeuille immobilier de PAX Placements	2.3
Valeur comptable PAX Verwaltungen (après dividendes)	(2.3)
3) Δ valeur de marché/valeur comptable PAX Verwaltungen	3.2
4) Ajust. valeur de marché/valeur comptable fonds étr. après impôts	(2.7)
5) Valeur actuelle des autres frais de PAX Placements	(49.7)
ANAV au 31.12.2016	269.5
ANAV au 07.03.2017	271.3
Nombre d'actions	180'000
ANAV par action au 07.03.2017 en CHF	1'507

Source : IFBC.

(2) Ajustement des obligations fiscales latentes liées aux immeubles existants

Les immeubles existants inscrits au bilan à la valeur de marché présentent des obligations fiscales latentes de CHF 6.4 millions. Pour le calcul de la valeur des fonds propres de PAX Placements, 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 existants seront vendus et l'impôt sur la plus-value correspondant sera dû. Par conséquent, lors du calcul de l'ANAV, seuls 50% de la valeur comptable des impôts latents imputables aux immeubles existants doivent être pris en compte. Par conséquent, CHF 3.2 millions sont additionnés aux fonds propres.

(3) Delta valeur de marché/valeur comptable PAX Verwaltungen

PAX Verwaltungen gère d'une part les immeubles de PAX Placements ainsi que le portefeuille immobilier de PAX Assurances.¹¹ Par conséquent, la valeur de marché de PAX Verwaltungen est composée en principe de la valeur de la gestion du portefeuille immobilier de PAX Assurances et de la gestion du portefeuille immobilier de PAX Placements. La valeur de la gestion du portefeuille immobilier de PAX Assurances est reflétée dans le prix de vente de CHF 3.2 millions que PAX Assurances était disposée à payer pour PAX Verwaltungen.

Pour calculer la valeur de marché qui doit être attribuée à la gestion du portefeuille immobilier de PAX Placements, une évaluation DCF a été réalisée. A cette occasion un Business Plan qui ne prend en considération que les Free Cash Flows provenant du portefeuille immobilier de PAX Placements a été établi. En appliquant un coût moyen des faux propres nominal de 7.50%¹², on obtient une valeur de marché de CHF 2.3 millions.

Après déduction de la valeur comptable de PAX Verwaltungen au 31 décembre 2016 et en tenant compte de la distribution de dividendes, l'ajustement valeur de marché/valeur comptable entraîne une augmentation de CHF 3.2 millions de la valeur de PAX Verwaltungen.

¹¹ Cf. paragraphe 2.3.

¹² Cf. paragraphe 6.1.

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 2.7 millions.

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

Les taux d'intérêts fixes convenus pour les dettes financières de PAX Placements sont actuellement plus élevés que les taux d'intérêts du marché. Par conséquent, la valeur de marché des dettes financières est supérieure à leur valeur comptable. La différence de valeur a été calculée sur la base d'une indemnité partielle pour remboursement anticipé. Conformément aux usages bancaires dans la période actuelle de taux bas, un seuil inférieur de 0.0% a été présumé pour le taux de référence correspondant aux durées respectives des crédits. En outre, une marge 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 2.7 millions et partant une réduction des fonds propres dans la même mesure.

La valeur actuelle des futurs autres frais s'élève à CHF 49.7 millions et réduit ainsi les fonds propres de PAX Placements du même montant.

(5) Valeur actuelle des autres frais de PAX Placements

La valeur comptable des fonds propres de PAX Placements correspond pour l'essentiel à la valeur du portefeuille immobilier moins les fonds étrangers. Pour évaluer la valeur des immeubles, seuls les revenus et les charges liés aux immeubles existants et en développement sont pris en compte. Pour prendre également en compte dans l'ANAV les frais supplémentaires de la société (notamment gestion d'entreprise et de portefeuille, finances et comptabilité), la valeur actuelle de ces autres frais de la société, qui seront dus au cours des années à venir, a été déterminée en tenant compte de l'effet des impôts. En tenant compte d'un WACC réel de 2.80%¹³, on obtient une valeur actuelle des autres frais de la société de CHF -49.7 millions.

Après avoir pris en compte tous les ajustements, l'ANAV s'élève au 31 décembre 2016 à CHF 269.5 millions. Pour déterminer la valeur par action au 7 mars 2017, la valeur des

¹³ Le WACC réel (après impôts) de 2.8% est basé sur le WACC avant impôts de 3.8% utilisé par WP. Pour le calcul du WACC, cf. paragraphe 6.2.

fonds propres au 31 décembre 2016 est capitalisée à l'aide du WACC nominal de 3.80%¹⁴ pour deux mois. La valeur calculée des fonds propres au 7 mars 2017 s'élève à CHF 271.3 millions.

Détermination de la valeur par action

Après ces ajustements, on obtient une ANAV au 7 mars 2017 de CHF 271.3 millions, respectivement une valeur par action de CHF 1'507.

Le 7 mars 2017, 180'000 actions d'une valeur de CHF 100.0 chacune sont en circulation.¹⁵ PAX Placements ne détient pas d'actions propres actuellement. En outre, aucune option de collaborateur ou d'instrument analogue n'est actuellement en circulation. La valeur des fonds propres au 7 mars 2017 doit par conséquent être divisée par le nombre d'actions. On aboutit à une ANAV de CHF 1'507.

¹⁴ Cf. paragraphe 6.2.

¹⁵ Source : Registre du commerce du canton de Bâle-Ville, 7 mars 2017.

Analyse de sensibilité de l'ANAV par action au 7 mars 2017

(in CHF)		Delta autres frais de la société				
		5.0%	2.5%	0.0%	-2.5%	-5.0%
Delta valeur de marché immeubles en développement	10.0%	1'603	1'610	1'617	1'624	1'631
	5.0%	1'548	1'555	1'562	1'569	1'576
	0.0%	1'494	1'501	1'507	1'514	1'521
	-5.0%	1'439	1'446	1'453	1'460	1'467
	-10.0%	1'384	1'391	1'398	1'405	1'412

(in CHF)		Delta autres frais de la société				
		5.0%	2.5%	0.0%	-2.5%	-5.0%
Delta taux de vacance durable (en points de %)	-5.0%	1'534	1'541	1'548	1'555	1'562
	-2.5%	1'517	1'524	1'531	1'538	1'545
	0.0%	1'494	1'501	1'507	1'514	1'521
	2.5%	1'469	1'476	1'483	1'490	1'497
	5.0%	1'445	1'452	1'459	1'466	1'473

Source : IFBC.

Analyse de sensibilité

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

- Modification (Delta) des autres frais de PAX Placements
- Modification des valeurs de marché existantes des immeubles en développement
- Ajustement des présomptions de WP quant aux vacances lors de l'estimation des immeubles existants

Les autres frais de la société qui s'ajoutent aux charges directes pour l'entretien et la gestion des immeubles constituent une raison essentielle qui explique la différence entre la NAV et le cours de l'action. Si les autres frais de PAX Placements étaient présumés plus bas, la valeur de l'action serait d'autant plus élevée.

Un facteur essentiel d'incertitude lors de la détermination de la valeur du portefeuille immobilier de PAX Placements résulte en particulier de l'estimation des immeubles en développement, étant donné que l'estimation n'est pas basée sur des contrats de bail existants mais sur une appréciation par l'expert de la situation du marché au moment de la vente du bien immobilier. En particulier, différentes présomptions quant aux prix du marché ou au délai nécessaire pour vendre un objet (délai d'absorption), peuvent entraîner des valeurs différentes pour les immeubles en développement. Dans ce contexte, l'impact sur l'ANAV par action d'une estimation différente de la valeur de marché du portefeuille de biens en développement ($\pm 10\%$) est analysé.

WP applique, lors de l'estimation des immeubles existants, un taux de vacance durable moyen, à l'expiration des contrats de bail actuels, de 5.2%. Une modification de ces présomptions lors de l'estimation des immeubles existants a également un impact sur l'ANAV par action de PAX Placements. A cet égard, l'ANAV par action réagit de manière plus sensible à une variation des présomptions relatives à un taux de vacance durable¹⁶ qu'à la fluctuation des autres frais de la société.

¹⁶ Dans le cadre de l'analyse de sensibilité, un taux de vacance minimum de 0.0% est pris en compte.



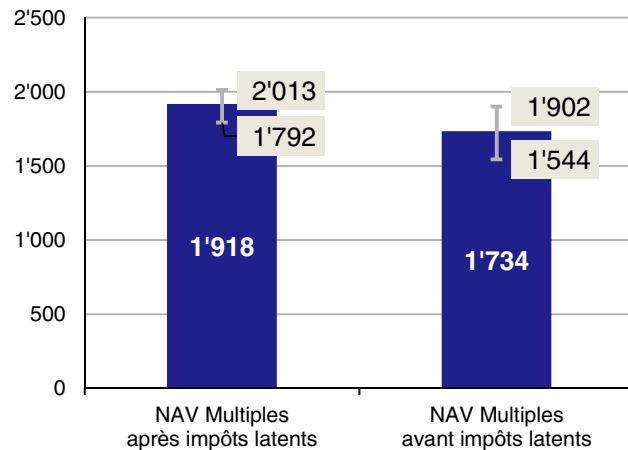
Conclusions

Pour la détermination de la fourchette de valeur, les autres frais de PAX Placements ont été modifiés de $\pm 5.0\%$, le taux de vacance pour l'estimation des immeubles existants de $\pm 500\text{pb}$ et la valeur de marché totale des immeubles en développement de $\pm 10.0\%$. Il en résulte une fluctuation de l'ANAV de PAX Placement de CHF 1'384 à CHF 1'631, respectivement de CHF 1'445 à CHF 1'562.

- Pour le calcul de l'ANAV, différents ajustements ont été réalisés à partir de la valeur des fonds propres au 31 décembre 2016 selon les comptes annuels de PAX Placements.
- L'ajustement le plus important résulte de la prise en compte des autres frais de PAX Placements qui résultent des dépenses nécessaires liées à la gestion de la société.
- On aboutit finalement à une ANAV par action de CHF 1'507.
- La modification des autres frais de la société et de la valeur de marché des immeubles en développement conduit à une marge de fluctuation de l'ANAV par action de CHF 1'384 à CHF 1'631.
- L'analyse de sensibilité relative aux autres frais de la société et au taux de vacance présumé lors de l'estimation des immeubles existants conduit à une marge de fluctuation de l'ANAV par action de CHF 1'445 à CHF 1'562.

4.2 Analyse Trading Multiples

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



Source: Analyses IFBC, Bloomberg.

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

Evaluation à l'aide de Trading Multiples

Pour évaluer PAX Placements à l'aide de Trading Multiples, la NAV avant, respectivement après impôts latents selon les comptes au 31 décembre 2016 a été multipliée par la moyenne respective des Multiples du Peer Group¹⁷. La valeur des fonds propres au 31 décembre 2016 qui en résulte est ensuite capitalisée au 7 mars 2017.

En appliquant les NAV Multiples après, respectivement avant impôts latents, la valeur par action s'élève à CHF 1'918, respectivement CHF 1'734. 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 1'792 à CHF 2'013, respectivement de CHF 1'544 à CHF 1'902.

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

Les valeurs calculées sur la base de l'analyse à l'aide de Multiples sont en partie nettement supérieures aux résultats de l'évaluation selon la méthode ANAV. Cela est dû en particulier aux différences entre les entreprises du Peer Group et PAX Placements. Les entreprises du Peer Group détiennent un portefeuille immobilier nettement plus important que PAX Placements. Ainsi, PAX Placements ne peut pas profiter d'effets de

¹⁷ Pour plus de détails sur les Trading Multiples calculés, cf. annexe.



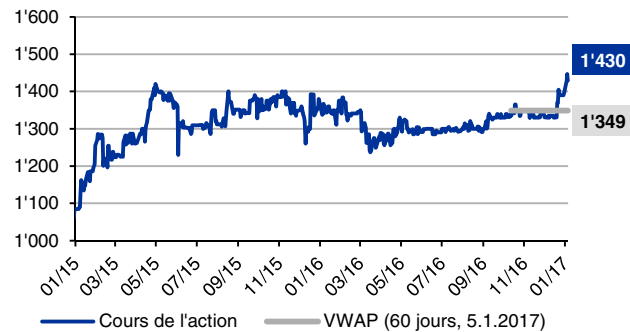
Conclusions

diversification dans la même mesure que les entreprises du Peer Group. En outre, 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 autres frais de société soit nettement moindre. 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 actuelle de PAX Placements ne peut donc pas d'emblée être comparée avec celle d'autres entreprises du Peer Group. Et ce bien que les entreprises comparables aient été sélectionnées avec soin. Pour ces motifs, la pertinence de l'évaluation basée sur les Multiples est limitée.

- 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 PAX Placements ne peut pas d'emblée être comparée avec celle d'autres entreprises du Peer Group.
- L'évaluation à l'aide de NAV Multiples avant impôts latents aboutit à une valeur par action de CHF 1'544 à CHF 1'902. La fourchette de valeur basée sur l'analyse de la NAV après impôts latents est de CHF 1'792 à CHF 2'013. Ainsi, les résultats de l'analyse de la NAV avant impôts latents doivent être préférés, car ceux-ci ne sont pas influencés par les différentes méthodes des impôts latents.

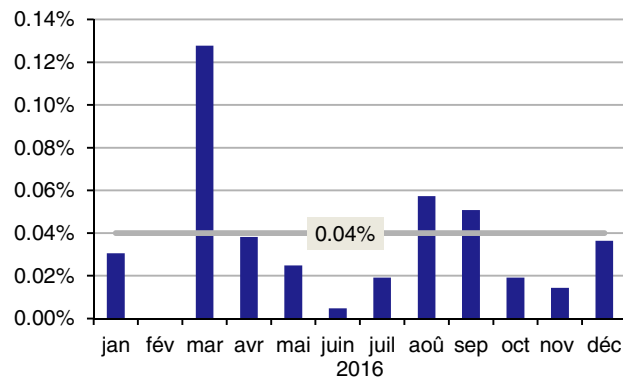
4.3 Analyse du cours de l'action

Cours de l'action de PAX Placements depuis janvier 2015 (en CHF)



Source : Bloomberg.

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



Source : Bloomberg.

Evolution du cours de l'action

Les actions de PAX Placements sont cotées à la SIX Swiss Exchange depuis août 1996 dans le segment des sociétés immobilières.

Après un cours de clôture de l'action de PAX Placements de CHF 255 le 2 août 1996, le cours a augmenté presque constamment au cours des 20 dernières années. Le 30 avril 2015, le cours de l'action a atteint une valeur de CHF 1'420. Par la suite, le cours de l'action a oscillé entre CHF 1'230 et CHF 1'400. Le 22 décembre 2016, PAX Placements a publié un communiqué de presse sur l'évolution réjouissante de ses affaires. Le 4 janvier 2017, le cours de l'action a atteint sa valeur la plus haute, à savoir CHF 1'447.

Le 5 janvier 2017, soit le dernier jour où l'action a été négociée avant l'annonce préalable, l'action était cotée à CHF 1'430. L'offre en espèces de CHF 1'600 se situe ainsi 11.9% au-dessus du dernier cours de l'action précédant l'annonce préalable. En comparaison avec le cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse précédant l'annonce préalable (« VWAP »), à savoir CHF 1'349, l'offre en espèces correspond à une prime de 18.6%.

Analyse de la liquidité

Selon le droit des offres publiques d'acquisition en vigueur, une action qui ne fait pas partie du Swiss Leader Index (« SLI ») est considérée comme liquide « si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0.04% de la fraction librement négociable du titre de participation (free float). »¹⁸

¹⁸ Cf. circulaire COPA n° 2 du 26 février 2010 sur la liquidité au sens du droit des OPA.



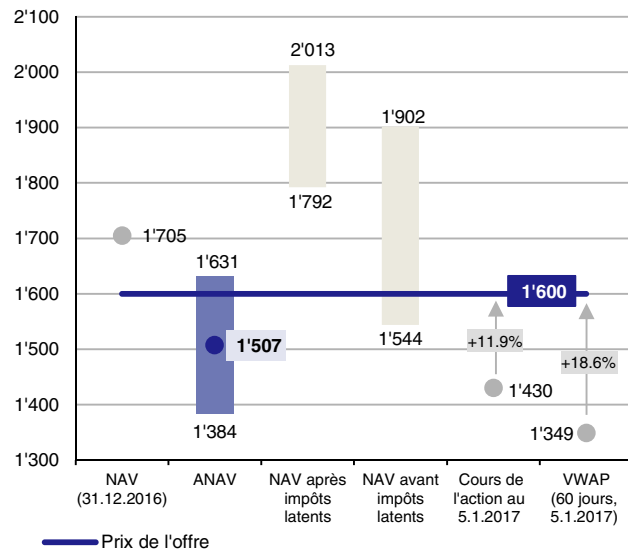
Conclusions

Dans le cas de PAX Placements, la médiane précitée n'était supérieure à 0.04% qu'au cours de 3 des 12 derniers mois. Par conséquent, les actions de PAX Placements doivent être considérées comme illiquides au sens du droit des offres publiques d'acquisition. Par conséquent, en cas d'offre obligatoire, le cours de l'action de PAX Placements ne serait pas déterminant du point de vue 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 liquidité très faible de l'action, il convient de n'accorder au cours de l'action qu'une importance secondaire dans l'évaluation de l'offre.

- Les actions de PAX Placements doivent être considérées comme illiquides au sens du droit des offres publiques d'acquisition. Par conséquent, le cours de l'action ne joue qu'un rôle secondaire dans le cadre de cette Fairness Opinion pour l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre.
- Le 5 janvier 2017, soit le dernier jour où l'action a été négociée avant l'annonce préalable de l'offre d'achat, le cours de clôture était de CHF 1'430. Au 5 janvier 2017, 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 1'349, au-dessous du cours de clôture.
- L'offre en espèces de CHF 1'600 est supérieure de 11.9% au dernier cours de l'action du 5 janvier 2017 et de 18.6% au cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse.

5 Appréciation

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



Source: IFBC.

Se fondant sur les analyses réalisées et les conclusions qui en découlent et après avoir examiné et évalué toutes les informations mises à disposition, IFBC aboutit à l'appréciation suivante :

- Le calcul de la Net Asset Value ajustée (ANAV) aboutit à une valeur par action de CHF 1'507 au 7 mars 2017. Cette valeur est inférieure à la NAV indiquée par PAX Placements dans ses comptes annuels, car la valeur actuelle des frais supplémentaires de PAX Placements, notamment, doit également être pris en compte. Ceux-ci comprennent tous les frais qui ne sont pas intégrés dans l'estimation du portefeuille d'immeubles mais qui sont encourus dans le cadre de la gestion de la société.
- Sur la base de l'analyse de sensibilité à des paramètres d'évaluation importants, une fourchette de valeur par action oscillant entre CHF 1'384 et CHF 1'631 peut être obtenue pour l'ANAV calculé. L'offre d'achat CHF 1'600 par action se situe ainsi dans cette fourchette de valeur de l'ANAV.
- 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 PAX Placements.
- L'évaluation à l'aide de NAV Multiples aboutit à une valeur par action de CHF 1'544 à CHF 1'902. La fourchette de valeur basée sur l'analyse de la NAV après impôts latents est de CHF 1'792 à CHF 2'013. 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 PAX Placements.
- L'offre d'achat de CHF 1'600 est supérieure de 11.9% au cours de clôture précédant l'annonce préalable du 6 janvier 2017 (CHF 1'430) et supérieure de 18.6% au cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse précédant l'annonce préalable (CHF 1'349). L'action de PAX Placements est considérée selon le droit des offres publiques d'achat comme illiquide, raison pour laquelle le cours de l'action ne joue qu'un rôle secondaire pour évaluer l'offre.

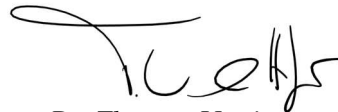
IFBC estime que l'offre de CHF 1'600 est adéquate et équitable d'un point de vue financier.

Sur la base de nos analyses et conclusions ainsi que sur les résultats qui en découlent, IFBC estime que l'offre de CHF 1'600 aux actionnaires de PAX Placements est adéquate et équitable d'un point de vue financier.

Zurich, le 7 mars 2017

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'R. Volkart', written in a cursive style.

Prof. Dr. Rudolf Volkart
Senior Partner

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'T. Vettiger', written in a cursive style.

Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner

6 Annexe

6.1 Coût moyen des fonds propres de PAX Verwaltungen

Paramètre	Valeur	Commentaire
Taux d'intérêt sans risque (fonds propres)	2.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Etant donné le contexte actuel d'intérêts bas, le taux d'intérêt sans risque durable est déterminé sur la base d'un niveau des taux réel de 1.0% et de l'inflation à long terme attendue en Suisse de 1.0%. ■ Source : FMI World Economic Outlook, octobre 2016.
Prime de risque de marché	5.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ La prime de risque de marché reflète la différence de rendement entre le rendement d'un portefeuille de marché, substitué par un indice du marché des actions, et le rendement d'un placement sans risque. ■ 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 d'une entreprise comparable non endettée. ■ Pour le calcul, cf. annexe. ■ Source : Bloomberg
Effet de levier	1.00	<ul style="list-style-type: none"> ■ Calcul de l'effet de levier en tenant compte de la structure du capital visée pour PAX Verwaltungen de 100%.
Facteur bêta avec dettes	0.40	<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 de l'entreprise.
Prime pour petite capitalisation (Small Cap Premium)	3.60%	<ul style="list-style-type: none"> ■ La Small Cap Premium est une prime de risque appliquée dans le cas d'entreprises à petite capitalisation.¹⁹ ■ Application d'une prime liée à la taille (Size Premium) (Micro Cap) arrondie. ■ Source : Duff & Phelps 2016.
Coût moyen des fonds propres (arrondi)	7.50%	

¹⁹ La Small Cap Premium résulte du fait démontré empiriquement que les entreprises à petite capitalisation ont historiquement réalisé un rendement excédentaire en comparaison avec le rendement calculé selon le modèle CAPM. Par conséquent, il est habituel d'appliquer une prime de risque pour les entreprises à petite capitalisation. Cf. également Fama/French : « The Cross-Section of Expected Stock Returns », The Journal of Finance, 47, p. 427-465.

6.2 WACC de PAX Placements

Paramètre	Valeur	Commentaire
Taux d'intérêt sans risque (fonds propres)	2.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Etant donné le contexte actuel d'intérêts bas, le taux d'intérêts sans risque durable est déterminé sur la base d'un niveau des taux réel de 1.0% et de l'inflation à long terme attendue en Suisse de 1.0%. ■ Source : FMI World Economic Outlook, octobre 2016.
Prime de risque de marché	5.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ La prime de risque de marché reflète la différence de rendement entre le rendement d'un portefeuille de marché, substitué par un indice du marché des actions, et le rendement d'un placement sans risque. ■ 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 d'une entreprise comparable, sans endettement. ■ Pour le calcul, cf. annexe. ■ Source : Bloomberg
Effet de levier	1.33	<ul style="list-style-type: none"> ■ Calcul de l'effet de levier en tenant compte de la structure du capital visée et d'un taux d'imposition pertinent de 22.2%.
Facteur bêta avec dettes	0.53	<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 de l'entreprise.
Prime pour petite capitalisation (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,²⁰ raison pour laquelle nous renonçons également à l'application d'une Size Premium.
Coût moyen des fonds propres	4.67%	
Coût moyen des fonds étrangers	2.20%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Calcul du coût des fonds étrangers de PAX Placements en tenant compte <ul style="list-style-type: none"> - d'un taux d'intérêt sans risque (fonds étrangers) de 1.50%²¹ - Une marge de crédit de 70pb sur la base des conditions actuelles de crédit de PAX Placements
Taux d'imposition	22.2%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Taux d'imposition dans le canton de Bâle-Ville selon KPMG : Swiss Tax Report 2016
Coût moyen des fonds étrangers corrigé des impôts	1.71%	
Ratio des fonds propres	70.0%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Structure de capital visée sur la base de la structure de capital actuelle de PAX Placements et des entreprises du Peer Group aux valeurs de marché
Ratio des fonds étrangers	30.0%	
WACC (nominal, arrondi)	3.80%	
Inflation	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Source : FMI World Economic Outlook, octobre 2016.
WACC (réel, arrondi)	2.80%	

²⁰ Duff & Phelps écrivent à ce sujet : « Valuation analysts should not use Risk Premium's Size Study results to estimate cost of equity for a financial services company. Financial services companies include companies in finance, insurance, or real estate. », Duff & Phelps : 2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital, John Wiley & Sons, Hoboken New Jersey 2016, p. 7-4.

²¹ Taux d'intérêt sans risque (fonds propres) > taux d'intérêt sans risque (fonds étrangers) sur la base de différentes hypothèses quant à la durée sous-jacente (durée fonds propres > durée fonds étrangers).

6.3 Analyse bêta au 31 décembre 2016

Entreprise	Taux d'imposition ¹	Market cap ²	Dettes portant intérêts ³	Liquidités ³	Net debt ⁴	Endette-ment ⁵	Bêtas avec dettes aj. ⁶	Bêtas apurés des dettes aj.
		en millions CHF	en millions CHF	en millions CHF	en millions CHF			
Allreal Holding AG	17.9%	2'339	1'601	21	1'579	0.64	0.57	0.35
Mobimo Holding AG	17.9%	1'507	1'349	174	1'176	0.69	0.61	0.36
PSP Swiss Property AG	17.9%	4'013	2'248	73	2'176	0.41	0.71	0.50
Swiss Prime Site AG	17.9%	5'841	4'480	161	4'319	0.68	0.68	0.41
Zug Estates Holding AG ⁷⁾	17.9%	817	350	38	312	0.36	0.46	0.34
Moyenne						0.57	0.61	0.39

Remarques

1) Source : KPMG's corporate tax rate table, 7.3.2017.

2) sur la base du cours de l'action moyen Q4 2016; y compris Preferred Equity et Minority Interests; en millions

3) au 31.12.2016.

4) Minimum : 0.-.

5) Endettement = moyenne sur 2 ans (Net Debt (1-taux d'imposition) / Equity).

6) Source Bloomberg, bêta aj. (rendements hebdomadaires, 2 ans), 7.3.2017.

7) Net debt au 30.6.2016 (comptes annuels 2016 pas encore publiés au moment de l'établissement de la Fairness Opinion).

6.4 Analyse à l'aide de Multiples au 31 décembre 2016

Entreprise	Fonds propres destinés aux actionnaires en millions CHF	Créances fiscales latentes en millions CHF	Dettes fiscales latentes en millions CHF	NAV avant impôts en millions CHF	Nombre d'actions en millions	NAV par action après impôts en CHF	NAV par action avant impôts en CHF	Cours de l'action en CHF	NAV Multiples après impôts	NAV Multiples avant impôts
Allreal Holding AG	2'087	-35	193	2'245	15.9	131.0	140.9	151.3	1.2x	1.1x
Mobimo Holding AG	1'351	-2	158	1'507	6.2	217.3	242.4	254.8	1.2x	1.1x
PSP Swiss Property AG	3'867	-8	772	4'630	45.9	84.3	101.0	88.0	1.0x	0.9x
Swiss Prime Site AG	5'177	-25	1'072	6'224	71.5	72.4	87.1	83.4	1.2x	1.0x
Zug Estates Holding AG ¹⁾	738	0	96	834	0.5	1'498.9	1'693.8	1'595.0	1.1x	0.9x
Maximum									1.2x	1.1x
Moyenne									1.1x	1.0x
Minimum									1.0x	0.9x

Source : Rapport annuelle 2016, Bloomberg.

1) NAV et cours de l'action au 30 juin 2016 (comptes annuels 2016 pas encore publiés au moment de l'établissement de la Fairness Opinion).

