

# ULTIMA CAPITAL SA

Rapport d'évaluation

20 mars 2025

# Table des matières

<b>Impression:</b> Les personnes suivantes de BDO ont participé à l'élaboration de cette évaluation et de ce rapport:  <b>Marcel Jans</b> Associé Responsable Corporate Finance Suisse Tél. direct: +41 44 444 37 55 E-mail: marcel.jans@bdo.ch  <b>Oliver Ambs</b> Directeur Tél. direct: +41 44 444 37 52 E-mail: oliver.ambs@bdo.ch  <b>Jiaming Li</b> Senior Manager Tél. direct: +41 44 444 58 24 E-mail: jiaming.li@bdo.ch	<b>1 Introduction</b>	<b>3</b>	<b>5 Annexe</b>	<b>24</b>
	Offre d'Alpine 2 à tous les actionnaires publics d'Ultima	4	Procédure de screening des entreprises comparables	25
	Notre engagement et nos sources d'information	6	Multiples de transaction des entreprises comparables au 18 décembre 2024	26
	Procédures de valorisation et actions prises en compte dans l'évaluation	7	Abréviations utilisées et définitions	27
	Approche, méthodes et procédures de valorisation	8		
	<b>2 A propos d'Ultima Capital SA</b>	<b>9</b>		
	Activités d'Ultima	10		
	Analyse historique des principales données financières	11		
	Actifs apportés à Ultima	13		
	Chiffres clés financiers de Papacamp et Truegrip	14		
	Analyse de la liquidité de l'action Ultima	15		
	<b>3 Considérations sur l'évaluation</b>	<b>16</b>		
	Méthodes d'évaluation	17		
	L'ANR appliqué à Ultima	18		
	Valeur par action de l'Ultima	19		
	Analyse de marché	20		
	Analyse du cours de l'action	21		
	<b>4 Conclusion sur la valeur</b>	<b>22</b>		
	Conclusion sur la valeur	23		

Section 1

# Introduction

Introduction	Page
Offre d’Alpine 2 à tous les actionnaires publics d’Ultima	4
Notre engagement et nos sources d’information	6
Procédures de valorisation et actions prises en compte dans l’évaluation	7
Approche, méthodes et procédures de valorisation	8

# Offre d’Alpine 2 à tous les actionnaires publics d’Ultima

Alpine 2 s’apprête à lancer une offre publique d’achat sur les actions cotées en bourse d’Ultima (1/2)

Offre publique d’achat

▶ Alpine 2 lance une offre publique d’achat sur toutes les actions nominatives cotées en bourse d’Ultima Capital SA:

Nom	Valeur	Symbole	Bourse
ULTIMA CAPITAL SA	49106400	ULTIMA	BX Swiss Exchange

Alpine 2  
(Acquéreur)

Offre  
publique d’achat

Actionnaires dans  
le cadre de l’offre  
publique d’achat

Ultima

Objet de l’offre publique d’achat

Actions faisant l’objet d’une offre publique d’achat	#	Date
Actions existantes	5’934’354	Avant le 27.12.2024
Augmentation du capital	8’413’798	au 27.12.2024
dont Actions d’apport	8’285’000	
dont Actions compensatoires	128’798	
Actions de conversion	666’666	Fin 2024
<b>Total des actions en circulation donnant droit à des dividendes</b>	<b>15’014’818</b>	
./.. Actions détenues par l’Acquéreur	-2’505’445	
./.. Actions dans le cadre de contrats sans appel d’offres	-12’358’573	
<b>Actions dans le cadre de l’offre publique d’achat</b>	<b>150’800</b>	

Sources: Ultima, BX Swiss Exchange, analyse BDO

- Situation initiale et objet de l’offre publique d’achat
- ▶ Alpine 2 SCSp («Alpine 2» ou «l’Acquéreur») est une société en commandite spéciale de droit luxembourgeois, dont le siège social est sis au Luxembourg.

▶ ULTIMA CAPITAL SA («Ultima») est une société par actions («Aktiengesellschaft») de droit suisse dont le siège social est situé à Zoug, en Suisse. La société a été fondée en 2018. Les actions sont cotées à la bourse suisse BX («BX») sous le nom «ULTIMA».

▶ Lors de l’annonce préalable du 19 décembre 2024, Alpine 2 a fait part de son intention de lancer une offre publique d’achat de CHF 105 (net en espèces) sur toutes les actions nominatives cotées en bourse («Namenaktien») d’Ultima, d’une valeur nominale de CHF 0,10 chacune. Alpine 2 a annoncé une offre publique d’achat («Offre») conforme à l’annonce préalable le 21 mars 2025.

▶ En 2 décembre 2024, Ultima a réalisé un certain nombre d’opérations stratégiques pour renforcer ses fonds propres<sup>1)</sup>. Parmi les opérations réalisées, citons

  - une augmentation de capital afin de conférer une participation majoritaire au capital à la société Yoda PLC («Yoda»)<sup>2)</sup>, et une augmentation de la participation au capital d’Atale Enterprise Limited («Atale»)<sup>3)</sup>, où Yoda et Atale ont acquis des actions d’Ultima contre un apport en nature de certains actifs à Ultima et la conversion et le remboursement de certaines créances en cours à l’égard d’Ultima,
  - la conversion de certains instruments financiers en contrepartie de l’émission d’actions Ultima à partir des capitaux propres conditionnels d’Ultima, et
  - certaines transactions et accords similaires, concernant, notamment, le remboursement de certaines dettes d’Ultima et le financement du remboursement de certaines dettes et des activités d’Ultima.

▶ Toutes les résolutions nécessaires à la réalisation de ces opérations ont été approuvées par l’assemblée générale extraordinaire convoquée le 27 décembre 2024, y compris l’approbation d’une dispense de l’obligation de présenter une offre publique d’achat en vertu de l’article 135 de la LIMF<sup>4)</sup>. L’introduction de la dérogation est sans incidence sur l’offre.

▶ Dans le cadre de ces opérations, Alpine 2 a accepté d’exercer et de régler certaines options d’achat et de vente le 10 décembre 2024 pour 2’090’633 actions d’Ultima. Par conséquent, les actions Ultima détenues par Alpine 2 ont dépassé le seuil de 33<sup>1</sup>/<sub>3</sub>% des droits de vote d’Ultima. Dès lors, Alpine 2 est tenue de mettre l’Offre à exécution conformément à l’article 135 de la LIMF<sup>3)</sup>. Tel que stipulé, l’Offre portera sur l’ensemble des actions Ultima cotées en bourse. Les actions cotées en bourse d’Ultima correspondent à l’ensemble des actions émises par Ultima, à l’exception des actions suivantes:

  - 2’505’445 actions détenues par l’Acquéreur et/ou l’une de ses sociétés affiliées
  - 12’202’773 actions détenues par des actionnaires qui ont conclu des contrats sans appel d’offres au profit de l’Acquéreur.

▶ Globalement, l’Offre porte sur un montant maximum de 151’800 euros, calculé au 28 janvier 2025, dernier jour de cotation des actions Ultima avant la publication de l’offre publique d’achat portant sur l’ensemble des actions nominatives cotées en bourse d’Ultima.

1) Communiqué ad hoc du 2 décembre 2024, [www.ultimatecapital.com/application/files/1317/3312/1060/20241202\\_Ultima\\_Capital\\_Ad\\_hoc\\_Disclosure\\_re\\_Transaction\\_EGM\\_Execution.pdf](http://www.ultimatecapital.com/application/files/1317/3312/1060/20241202_Ultima_Capital_Ad_hoc_Disclosure_re_Transaction_EGM_Execution.pdf)  
2) Yoda a apporté 100% des actions de sa filiale à part entière Papacamp Investments Limited («Papacamp»), une société privée à responsabilité limitée dont le siège social est sis à Nicosie, à Chypre.  
3) Atale a apporté 100% des actions de sa filiale à part entière Truegrip Ltd. («Truegrip»), une société privée à responsabilité limitée dont le siège social est sis à Nicosie, Chypre.  
4) Loi sur l’infrastructure des marchés financiers (LIMF) du 19 juin 2015

# Offre d'Alpine 2 à tous les actionnaires publics d'Ultima

Alpine 2 s'apprête à lancer une offre publique d'achat sur les actions cotées en bourse d'Ultima (2/2)

## Détermination de l'illiquidité et obligation d'établir un rapport d'évaluation

- ▶ Les actions Ultima sont considérées comme illiquides au sens de la loi suisse relative aux offres publiques d'achat pour les raisons suivantes:
  - Les actions Ultima ne sont pas incluses dans le Swiss Leader Index («SLI»).
  - La négociation des actions Ultima ne satisfait pas aux dispositions de la Circulaire n° 2 de la Commission des OPA («COPA») relatives à la valeur médiane du volume journalier de transactions boursières au cours des 12 mois précédant la publication de l'offre publique d'achat.
- ▶ La loi suisse sur les offres publiques d'acquisition impose l'établissement d'un rapport d'évaluation par l'organe de révision pour déterminer le cours minimum d'une action nominative d'Ultima.

## Prise en compte des transactions de décembre 2024 dans l'évaluation

- ▶ Au moment où l'annonce préalable de l'offre publique d'achat a été publiée le 19 décembre 2024, toutes les informations concernant les transactions prévues en décembre 2024 étaient connues du public.
- ▶ Nous incluons donc tous les effets financiers des transactions ainsi que le nouveau nombre d'actions dans notre analyse de la valeur.

## Cadre juridique du présent rapport d'évaluation

- ▶ La Circulaire n° 2 de la Commission des OPA («COPA») fixe les dispositions relatives à la liquidité d'un titre de participation au sens du droit suisse des OPA («Circulaire n° 2»):<sup>5)</sup>
  - Un titre faisant partie du Swiss Leader Index («SLI») de SIX Swiss Exchange («SIX») est considéré comme liquide au sens de l'art. 42, al. 4 de l'ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers («OIMF-FINMA»).<sup>6)</sup>
  - Un titre de participation qui ne fait pas partie du SLI est considéré comme liquide au sens de l'art. 42, al. 4 OIMF-FINMA 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) dans au moins 10 des 12 mois complets qui précèdent la publication de l'offre.
- ▶ Les actions d'Ultima ne sont pas incluses dans le SLI et sont considérées comme illiquides en vertu des dispositions de la Circulaire n°2. Au cours de la période des 12 mois complets précédant la publication de l'Offre (du 1<sup>er</sup> janvier 2024 au 31 décembre 2024). Au cours de 4 mois sur 12, aucune transaction n'a été réalisée sur des actions d'Ultima (l'analyse est présentée au chapitre 2 du présent rapport d'évaluation).
- ▶ Comme les actions d'Ultima sont considérées comme non liquides avant la publication de l'Offre, l'art. 42, al. 4 OIMF-FINMA exige que l'organe de contrôle procède à leur évaluation afin de déterminer le prix minimum d'une action nominative d'Ultima.
- ▶ Le rapport de l'organe de contrôle décrit les méthodes et les bases d'évaluation et justifie si et dans quelle mesure il faut se référer au cours de la bourse ou à la valeur déterminée de l'entreprise.

## Prise en compte des transactions de décembre dans cette analyse d'évaluation

- ▶ Comme expliqué à la page précédente, Ultima a publié le 2 décembre 2024 toutes les informations relatives à la transaction prévue en décembre 2024 ainsi que l'adoption d'une clause de renonciation à l'obligation de présenter une offre publique d'achat conformément à l'article 135 de la LIMF dans les statuts. Ultima a également informé de la tenue de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires prévues le 27 décembre 2024 afin de mettre en œuvre tous ces points.
- ▶ Le 9 décembre 2024, la COPA a fait droit à la demande d'Ultima concernant la clause de renonciation. Dans sa décision, la COPA s'est référée en détail aux transactions de décembre.<sup>7)</sup>
- ▶ Au moment de l'annonce préalable du 19 décembre 2024, tous les détails de la nouvelle structure d'Ultima étaient déjà connus du public et ne dépendaient que de l'approbation formelle de l'assemblée générale extraordinaire du 27 décembre 2024.
- ▶ Compte tenu de ce calendrier et de la connaissance des transactions, notre analyse de la valeur inclut tous les effets des transactions du mois de décembre 2024 sur la valeur des actions Ultima.

5) Circulaire COPA n° 2 «Liquidité au sens du droit des offres publiques d'acquisition» du 26 février 2010 (état au 1<sup>er</sup> janvier 2016)

6) Ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers (FMIO-FINMA), du 3 décembre 2015

7) Décision de la COPA 892/01 du 9 décembre 2024

# Notre engagement et nos sources d’information

Notre évaluation est basée sur les informations fournies par Ultima, Alpine 2 et les informations publiquement disponibles

Cadre
<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Le présent rapport d’évaluation fournit une analyse du prix minimum pour une action Ultima aux fins de l’offre publique d’achat d’Alpine 2 pour l’ensemble des actions nominatives cotées en bourse d’Ultima.</li><li>▶ L’évaluation a été réalisée le 18 décembre 2024</li></ul>
Sources
<ul style="list-style-type: none"><li>▶ L’évaluation de BDO est basée sur l’analyse des informations suivantes, parmi lesquelles:<ul style="list-style-type: none"><li>▶ ULT Yoda Prospectus pour l’augmentation de capital</li><li>▶ Ultima<ul style="list-style-type: none"><li>• Rapports annuels révisés pour les exercices 2021 à 2023</li><li>• États financiers intermédiaires au 30 juin 2024 (non révisés)</li><li>• Évaluations des actifs immobiliers pour le rapport annuel de l’exercice 2023 et les états financiers intermédiaires au 30 juin 2024</li></ul></li><li>▶ Papacamp<ul style="list-style-type: none"><li>• États financiers non révisés pour l’exercice 2023</li><li>• Rapport de gestion non révisé au 12 novembre 2024</li><li>• Évaluation au 20 novembre 2024</li></ul></li><li>▶ Truegrip<ul style="list-style-type: none"><li>• Rapport de gestion non révisé au 12 novembre 2024</li><li>• Évaluation au 20 novembre 2024</li></ul></li><li>▶ Marché des capitaux et données financières*</li><li>▶ Autres informations accessibles au public*</li></ul></li></ul>

\* S&P Capital IQ, KROLL, LLC, cité lorsque le nom est utilisé

## L’engagement et les sources d’information de BDO

- ▶ Sur la base de la situation initiale présentée, l’Acquéreur a engagé BDO SA, Zurich («BDO» ou «nous») pour procéder à une évaluation indépendante des actions nominatives d’Ultima. Les détails de notre mission sont définis dans la lettre de mission datée du 18 décembre 2024.
- ▶ BDO a élaboré le présent rapport d’évaluation en sa qualité d’organisme de révision indépendant et perçoit des honoraires communément pratiqués sur le marché au titre de ses services. BDO ne reçoit aucune rétribution qui dépende des affirmations figurant dans cette évaluation et n’a pas non plus le droit de recevoir une commission de performance en succès de l’opération.
- ▶ Le rapport d’évaluation présenté ici ne constitue pas une recommandation d’accepter ou de rejeter l’offre d’Alpine. Le rapport d’évaluation ne contient aucune évaluation des effets que l’acceptation ou le refus de l’offre pourrait avoir, ni aucune déclaration sur la valeur future d’une action d’Ultima et sur le prix auquel les actions d’Ultima non apportées à l’offre d’Alpine 2 pourront être négociées à l’avenir.
- ▶ Le rapport d’évaluation sera rendu public.
- ▶ L’évaluation est basée sur des données financières historiques et sur des évaluations immobilières actuelles qui nous ont été fournies par la direction d’Ultima et sur d’autres données et informations d’Ultima publiquement disponibles sur le site web de l’entreprise. Une vue d’ensemble des principaux documents et informations reçus est présentée dans le tableau ci-contre.
- ▶ Nous avons eu l’occasion de poser des questions à la direction d’Ultima et de discuter des informations reçues et des principaux apports pour le développement futur prévu.
- ▶ Dans le cadre de l’établissement du présent rapport d’évaluation, BDO s’est fondée sur l’exactitude et l’exhaustivité des informations qui lui ont été communiquées par la direction d’Ultima. Nous partons également du principe que les informations reçues ont été préparées en bonne et due forme et reflètent les estimations les plus précises et les plus récentes disponibles ainsi que les opinions sincères des membres de la direction d’Ultima. Notre mission se limite à l’analyse et à l’évaluation rigoureuses et professionnelles des informations qui nous ont été communiquées. Nous n’avons effectué aucun contrôle ni diligence raisonnable en vertu du droit des sociétés anonymes.
- ▶ La date d’évaluation est le 18 décembre 2024, dernier jour de cotation de l’action Ultima avant la publication de l’annonce préalable le 19 décembre 2024. Les résultats de nos analyses d’évaluation indépendantes ont été soumis à l’initiateur le 20 mars 2025, dernier jour de cotation des actions Ultima avant la publication de l’offre publique d’achat sur toutes les actions nominatives cotées en bourse d’Ultima.
- ▶ Les informations et les critères figurant dans le présent document sont fondés sur l’environnement commercial, économiques et de marché actuel au moment de la rédaction du rapport, à la date du 18 décembre 2024, y compris le résultat susmentionné des transactions de décembre. Des circonstances ultérieures peuvent avoir une incidence sur les informations ayant servi de base à notre analyse. BDO n’est pas tenue de mettre à jour, de vérifier ou de confirmer ultérieurement les informations contenues dans le présent document.



# Procédures de valorisation et actions prises en compte dans l’évaluation

L’évaluation par action est basée sur le nombre total de 15’014’818 actions en circulation

Actions prises en compte dans l’évaluation		
Détermination des actions en circulation	#	Date
Actions existantes	5’934’354	Avant le 27.12.2024
Augmentation du capital	8’413’798	au 27.12.2024
dont Actions d’apport	8’285’000	
dont Actions compensatoires	128’798	
Actions de conversion	666’666	Fin 2024
Total des actions en circulation donnant droit à des dividendes	15’014’818	

## Procédures de valorisation

- ▶ Comme analysé en détail au chapitre 2, les actions d’Ultima sont considérées comme illiquides au sens de l’article 42, al. 4 OIMF-FINMA. En raison de ce manque de liquidité, la valeur d’une action d’Ultima ne peut être dérivée directement du prix de négociation de l’action. Le faible volume de transactions peut fausser le prix de l’action car toutes les informations actuelles et pertinentes pour le prix ne sont pas reflétées de manière adéquate dans le prix de l’action. Pour l’évaluation des actions d’Ultima, nous avons procédé comme suit:
  - Obtention et analyse des informations pertinentes
  - Questions écrites à la direction d’Ultima
  - Etude de marché sur le secteur (analyse de marché, analyse d’entreprises comparables et détermination d’un échantillon)
  - Evaluation des actions d’Ultima sur la base de méthodes de valorisation appropriées et acceptées à la date d’évaluation
  - Evaluation globale par BDO (conclusion sur la valeur)
- ▶ L’évaluation a été rédigée du point de vue de tous les actionnaires publics d’Ultima. Aucun effet fiscal ou autre résultant de l’acceptation de l’offre par les actionnaires n’a été pris en compte, en raison des nombreuses exigences individuelles des actionnaires.

## Nombre d’actions prises en compte dans l’évaluation

- ▶ Au début du mois de décembre 2024, le nombre d’actions nominatives d’Ultima, d’une valeur nominale de CHF 0,10 chacune, s’élevait à 5’934’354. Comme indiqué à la page 4 du présent rapport d’évaluation, plusieurs opérations ont été réalisées en décembre 2024 pour renforcer les fonds propres d’Ultima. Dans le cadre de ces transactions, Ultima a procédé à une augmentation de capital et a émis un total de 8’413’798 nouvelles actions:
  - 8’285’000 nouvelles actions («Actions d’Apport») émises s’inscrivent dans le cadre d’un apport en nature de Yoda (100% des actions de Papacamp) et d’Atale (100% des actions de Truegrip).
  - 128’798 actions («actions compensatoires») ont été apportées à Alpine 1 SCP, Luxembourg pour compenser une créance détenue vis-à-vis d’Ultima d’un montant total d’environ CHF 7,7 millions.
- ▶ Lors de l’augmentation de capital, des capitaux propres conditionnels composés de 1’981’984 actions nominatives ont été insérés dans les statuts d’Ultima à partir du 27 décembre 2024 pour être utilisés à des fins de financement, d’acquisition et à d’autres fins. Au moment de l’évaluation, 666’666 actions d’Ultima («Actions de conversion») ont été converties à partir d’obligations convertibles obligatoires d’un montant total de CHF 40 millions arrivant à échéance en 2028. Ces actions de conversion ont été émises à partir des capitaux propres conditionnels, ce qui donne un total de 1’315’318 actions correspondant à ces capitaux conditionnels qui ne font pas partie des actions nominatives en circulation.
- ▶ A la date d’évaluation, le nombre d’actions nominatives émises s’élevait à 15’014’818, d’une valeur nominale de CHF 0,10 chacune. Ultima ne détient pas d’actions propres. Le nombre d’actions nominatives en circulation correspond donc à 15’014’818 actions nominatives donnant droit à un dividende. A la date d’évaluation, Ultima n’a émis aucun bon de jouissance.

Source: Ultima, analyse BDO

# Approche, méthodes et procédures de valorisation

Différentes méthodes de valorisation ont été utilisées

Méthodes de valorisation et indicateurs de valeur
<b>Valeur liquidative</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▶ Valeur liquidative ajustée</li></ul>
<b>Approche de marché</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▶ Multiples boursiers</li><li>▶ Multiples de transaction</li></ul>
<b>Analyse du cours de l’action d’Ultima</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▶ Analyse du cours de l’action sur les 12 derniers mois complets précédant l’offre publique d’achat</li><li>▶ Analyse du cours moyen pondéré en fonction du volume (60 jours) de l’action sur les 12 derniers mois complets précédant l’annonce préalable.</li></ul>

## Approche de valorisation

- ▶ Pour Ultima, le prix minimum par action nominative en circulation est déterminé à la date d’évaluation du 18 décembre 2024, dernier jour de cotation des actions d’Ultima avant la publication de l’annonce préalable du 19 décembre 2024 de lancer une offre publique d’achat pour l’ensemble des actions nominatives cotées en bourse d’Ultima. La valeur par action a été déterminée en supposant qu’Ultima poursuivrait ses activités dans le cadre de la structure de propriété actuelle.
- ▶ L’évaluation est basée sur le modèle d’entreprise actuel et l’orientation opérationnelle actuelle d’Ultima. Les effets des acquisitions futures et les synergies éventuelles qui pourraient être réalisées grâce à la coopération avec les investisseurs n’ont pas été pris en compte. Notre travail est donc basé sur une vision «indépendante».

## Méthodes et procédures de valorisation

- ▶ Il est généralement admis que la cotation en bourse d’une société est une indication suffisante de la valeur d’une action ou de la valeur d’une société. Cela suppose toutefois que les transactions soient suffisamment liquides, c’est-à-dire qu’un nombre suffisamment élevé d’actions de la société soit régulièrement échangé. Le critère permettant de déterminer si le négoce d’une action est suffisamment liquide ou non est défini dans la Circulaire n° 2 de la Commission des OPA. Comme le montre le chapitre suivant «Considérations relatives à la valorisation», la négociation des actions d’Ultima n’est pas suffisamment liquide. Par conséquent, le prix du marché boursier ne peut servir de base au prix minimum. C’est pourquoi, pour déterminer la juste valeur d’une action d’Ultima, des méthodes d’évaluation alternatives, telles que décrites dans le tableau ci-contre, sont utilisées.
- ▶ La valeur d’Ultima et la valeur obtenue par action nominative d’Ultima ont été principalement déterminées sur la base d’une approche fondée sur la valeur liquidative ajustée («ANR»). Dans le cadre de cette analyse, des analyses de sensibilité ont également été réalisées en procédant à des ajustements de divers facteurs de valeur pertinents.
- ▶ Pour vérifier la plausibilité des résultats obtenus avec cette méthode, d’autres méthodes d’évaluation ont été utilisées, telles que l’analyse d’entreprises comparables (analyse de l’échantillon - multiples boursiers) et de transactions historiques comparables dans le secteur.
- ▶ L’évolution historique des prix payés par action et le volume des transactions à la BX ont également été analysés, outre l’analyse de la liquidité de l’action conformément à la Circulaire n° 2 de la COPA.
- ▶ Des informations détaillées sur la sélection des méthodes et les résultats correspondants sont disponibles au chapitre 3.



Section 2

# A propos d’Ultima Capital SA

A propos d’Ultima Capital SA	Page
Activités d’Ultima	10
Analyse historique des principales données financières	11
Actifs apportés à Ultima	13
Chiffres clés financiers de Papacamp et Truegrip	14
Analyse de la liquidité de l’action Ultima	15

Ultima acquiert, exploite et gère un portefeuille de résidences, de chalets, de villas et de terrains répartis sur plusieurs propriétés combinant les services d'un hôtel de luxe avec l'intimité des résidences de luxe

Toutes les entités sont détenues à 100% par Ultima, en tant que société mère ultime

1) selon les états financiers intermédiaires au 30 juin 2024, ajustés aux taux de change actuels, où les évaluations ont été préparées en EUR (biens immobiliers non suisses)

2) selon les estimations du rapport d'évaluation sous-jacent aux états financiers au 30 juin 2024, ajustés aux taux de change actuels, où les évaluations ont été préparées en EUR (biens immobiliers non suisses)

3) Le bien a été **vendu et loué à nouveau** au 16 décembre 2024. Ultima exploitera le bien

# Analyse historique des principales données financières

Depuis le milieu de l’année 2023, Ultima a modifié sa stratégie pour devenir une société immobilière opérationnelle en exploitant toutes les propriétés

Compte de résultat consolidé				
en millions de CHF	EXERCICE 2021	EXERCICE 2022	EXERCICE 2023	Premier semestre 2024*
Immeubles de rapport à revenus locatifs	7.3	11.2	5.7	
Redevances	0.4	0.5	0.2	
Propriétés à revenus locatifs exploitées par leur propriétaire	4.1	4.3	11.5	3.0
Recettes provenant de services auxiliaires	0.7	0.7	0.4	0.6
Autres revenus	1.6	0.1	0.0	2.1
Total recettes nettes	14.2	16.8	17.9	5.8
Croissance en glissement annuel	29.8%	18.3%	6.5%	n.d.
Direct expenses for owner-operated	-0.5	-0.8	-1.5	-0.7
Personnel expense	-1.3	-1.1	-6.1	-4.5
Other operational costs	-4.2	-4.7	-7.8	-4.4
EBITDA	8.2	10.0	2.6	-3.8
Réévaluation des immeubles de placement	20.8	-2.7	21.2	n.d.
EBITDA après réévaluation	29.0	7.6	23.8	-3.8
EBIT	26.5	4.5	9.9	-24.1
Nombre de salariés à temps plein	15	19	113	65

## Commentaires sur le déroulement des affaires

- Les recettes nettes ont augmenté depuis le début de l’activité. En raison de la création en cours de l’entreprise, la courbe de croissance s’est stabilisée depuis l’exercice 2021, passant de 30% pour l’exercice 2021 à 6,5% pour l’exercice 2023. Les principales sources de revenus proviennent des loyers des immeubles de placement et des loyers des immeubles exploités par leur propriétaire (environ 95% en 2023). Les autres flux de revenus proviennent des redevances et des services.
- Les revenus locatifs des immeubles de placement sont des revenus provenant des utilisateurs qui paient un loyer au propriétaire pour utiliser les biens immobiliers pendant que ceux-ci sont gérés par un tiers moyennant une commission de gestion. Les revenus locatifs des immeubles exploités par le propriétaire sont des revenus provenant des utilisateurs qui paient un loyer au propriétaire pour utiliser les biens, mais les biens sont également gérés par le propriétaire.
- Entre l’exercice 2023 et l’exercice 2022, la pondération de la part des revenus entre les immeubles de placement et les immeubles exploités par le propriétaire a évolué en faveur des immeubles exploités par le propriétaire, car Ultima a acquis une société (ULT Management) qui a exploité les immeubles (à l’exception de Crans-Montana) jusqu’en 2022. Depuis juillet 2023, toutes les propriétés sont exploitées par leur propriétaire. Ce changement est conforme à la stratégie d’Ultima de devenir une entreprise d’hôtellerie opérationnelle, comme le montrent les résultats du premier semestre 2024, étant donné qu’aucun revenu n’est affecté aux revenus locatifs des immeubles de placement.
- Les bénéfices opérationnels historiques (EBITDA) jusqu’en juin 2023 sont influencés par les gains et les pertes résultant des variations de la juste valeur des immeubles de placement. Après juin 2023, tous les immeubles de placement ont été reclassés en immeubles exploités par le propriétaire et ne sont donc plus comptabilisés à la juste valeur, mais évalués au coût diminué du cumul des amortissements et du cumul des pertes de valeur. Par conséquent, les variations de la valeur du portefeuille sont comptabilisées dans la dépréciation et l’amortissement et non au niveau du bénéfice opérationnel.
- Les dépenses directes liées aux biens immobiliers gérés par l’entreprise concernent principalement l’achat de nourriture et de boissons, les coûts des installations de spa et l’électricité, qui ont augmenté depuis l’exercice 2023 en raison du passage aux biens immobiliers gérés par l’entreprise.
- L’augmentation des frais de personnel au cours de l’exercice 2023 est due à l’acquisition d’ULT Management, qui a fait d’Ultima une entreprise opérationnelle gérant les activités tant au niveau de l’entreprise que de l’immobilier avec ses propres employés. En juin 2024, Ultima employait 65 personnes (113 personnes au 31 décembre 2023).
- Les autres charges d’exploitation comprennent les frais informatiques, les frais administratifs généraux, le marketing, la communication, les frais juridiques, les frais d’audit et les frais d’assurance.

\* Dernières données financières consolidées publiées

Source: Ultima, analyse BDO

# Analyse historique des principales données financières

Depuis le milieu de l'année 2023, Ultima a modifié sa stratégie pour devenir une société immobilière opérationnelle en exploitant toutes les propriétés

Bilan consolidé				
en millions de CHF	EXERCICE 2021	EXERCICE 2022	EXERCICE 2023	Premier semestre 2024*
Actifs circulants	27	27	19	20
Propriétés	991	1'010	1'047	1'058
Autres actifs	1	2	67	60
Total des actifs	1'019	1'039	1'133	1'138
Passifs courants	120	34	47	64
Passifs à long terme	347	447	499	512
Passifs d'impôts différés	118	118	120	118
Total des capitaux propres	434	440	466	444
Passif et capitaux propres	1'019	1'039	1'133	1'138
ANC (en CHF)	73.4	74.1	78.5	74.8

Propriété	Pays	Catégorie	Valeur comptable 30.06.2024 <sup>1)</sup>	Valeur de marché as is <sup>2)</sup>	Évaluation à l'achèvement <sup>2)</sup>
Gstaad Main Chalet	Suisse	Achevé	106.0	106.1	106.1
Gstaad Residences	Suisse	Achevé	95.6	97.1	97.1
Crans-Montana 1	Suisse	Achevé	100.0	108.0	108.0
Mies (Geneva Area)	Suisse	Achevé	44.2	44.3	44.3
Megève 1	France	Achevé	40.3	40.3	40.3
Cannes	France	Achevé	106.9	105.6	105.6
Courchevel (incl. Staff chalet)	France	Achevé	130.3	150.1	150.1
Corfu	Grèce	Achevé	22.1	24.2	24.2
Total achevé			645.3	675.7	675.7
Gstaad Promenade / Chesery	Suisse	en cours de construction	84.4	84.4	85.7
Geneva, Quai Wilson, 33	Suisse	en cours de construction	111.7	118.8	120.3
Cologne (Geneva Area)	Suisse	en cours de construction	69.1	79.5	83.1
Total en cours de construction			265.2	282.8	289.0
Crans-Montana 2	Suisse	à construire	21.3	22.8	43.7
Crans-Montana 3	Suisse	à construire	19.4	20.9	56.3
Schönried	Suisse	à construire	103.1	103.1	199.6
Megève 2	France	à construire	3.4	4.1	15.2
Total à construire			147.1	150.9	314.8
Total			1'057.6	1'109.5	1'279.6

en CHF millions  
<sup>1)</sup> selon les états financiers intermédiaires, 30 juin 2024, y compris le mobilier (total CHF 7,1 millions)  
<sup>2)</sup> selon les états financiers intermédiaires, 30 juin 2024, avis d'évaluation préparé par CAA Cheseaux Audit & Consulting LLC, Zurich.  
Les biens immobiliers en France et en Grèce ont été évalués en EUR puis recalculés en CHF

## Actifs et passifs

- La valeur déclarée des biens immobiliers a augmenté entre l'exercice 2021 et l'exercice 2024, passant de 991 millions de francs suisses à , en particulier en raison du développement du portefeuille pour la Promenade de Gstaad, Cologny et le Quai Wilson de Genève. Le changement de modèle économique en 2023 et l'achat d'ULT Management ont eu un impact sur les politiques d'évaluation, car tous les immeubles de placement ont été reclassés en immeubles exploités par leur propriétaire et ne sont plus évalués selon des modèles de juste valeur, mais selon les coûts d'acquisition diminués des amortissements cumulés.
- Au 30 juin 2024, les dettes à long terme portant intérêt s'élèvent à CHF 512 millions. Depuis l'exercice 2021, ce poste a augmenté parallèlement à l'acquisition et au développement d'immeubles de placement. Le ratio prêt/valeur<sup>8)</sup> est passé de 35,1% au cours de l'exercice 2021 à 48,4% au 30 juin 2024.
- Au 30 juin 2024, les fonds propres inscrits au bilan s'élèvent à CHF 444 millions. L'actif net comptable («ANC») par action au 30 juin 2024 était de CHF 74,80.
- Outre les valeurs au coût d'acquisition, déduction faite des amortissements cumulés, figurant dans le bilan consolidé, Ultima fait appel à des experts immobiliers indépendants pour établir des évaluations de la valeur de marché de chaque bien immobilier. Tous les biens immobiliers en cours de construction ou à construire sont évalués à leur valeur de marché à la date d'évaluation correspondante et à la date d'achèvement.
- Le 16 décembre 2024, Ultima a conclu, par l'intermédiaire de Limitless Holding SA qu'elle détient à 100%, le contrat d'achat de toutes les actions de la Société anonyme Quai du Léman, propriétaire de l'immeuble situé au 33 Quai Wilson, un complexe résidentiel à Genève. Dans le cadre de cette transaction, un contrat de location a été conclu avec un nouveau propriétaire, permettant à Ultima d'exploiter le bien immobilier, dont l'ouverture est prévue au printemps 2025.

\* Dernières données financières consolidées publiées

Source: Ultima, analyse BDO

8) Ratio prêt/valeur = valeur de la dette à long terme / valeur des biens immobiliers

# Actifs apportés à Ultima

Les portefeuilles immobiliers apportés à Ultima se concentrent sur les résidences de luxe, les villas et les centres de villégiature en Grèce

## Actifs apportés



## Actifs apportés

► En décembre 2024, les deux actionnaires Yoda et Atale ont acquis de nouvelles actions Ultima par l'apport de 100% des actions de Papacamp (Yoda) et de Truegrip (Atale). Avec leurs filiales, les deux sociétés possèdent et exploitent des résidences, des centres de villégiature et des villas de luxe en Grèce. Avec les actifs apportés, Ultima élargit son portefeuille à 79 résidences, chalets, villas, centres de villégiature, constructions et terrains répartis sur 15 propriétés dans 14 localités.

## Actifs apportés par Papacamp et Truegrip

► L'apport d'actifs par Papacamp et ses filiales consiste en un portefeuille immobilier d'une valeur estimée à environ 500 millions de francs suisses. Les deux sociétés détiennent des parts dans Glyfada, One&Only Villas par l'intermédiaire de filiales détenues intégralement. Ce complexe est opérationnel. Le seul investissement de Truegrip est dans Glyfada. Papacamp possède d'autres investissements, tous en construction, qui devraient être opérationnels entre 2025 et 2027. Tous les investissements sont des filiales à part entière, à l'exception de Kataskinoseis Mykonou SA, détenue à 90% et Papalon Investments Ltd (30%).

Ultima Capital SA (CH) structure du groupe et propriétés - actifs apportés							
		Grèce					
Propriété 1	Ultima Capital SA total	Papacamp Investment Limited					Truegrip Ltd.
Propriété 2		Kataskinoseis Mykonou SA (GR) 1	Mykonos Asset Management SMSA (GR) 2	Starvil Asset Management SMSA (GR) 3	Papalon Investments Ltd / MHV Bluekey One Single Member SA (GR) 4	O&O Property Single Member SA (GR) 5	Glyfada, One&Only Villas 6
Propriété		Mykonos AQABA Hôtels	Mykonos AQABA Villas	Athènes, Villa Ambassadeur / Villa Ziller	Glyfada, One&Only Villas	Île de Paros, Porto Paros Resort	Glyfada, One&Only Villas
Propriété ultime		90%	100%	100%	100%	30%	100%
Etat		En cours	En cours	En cours	Opérationnel	En cours	Opérationnel
Valorisation estimée à la clôture en millions EUR 1)		378.0	30.2	19.1	31.3	278.3	15.7
Valorisation estimée à la clôture en millions CHF 2)	486.1	318.1	28.2	17.9	29.3	78.1	14.6
Description		L'achèvement des travaux est prévu pour 2026	L'achèvement des travaux est prévu pour 2026	1 Villa, achèvement prévu au premier trimestre 2025	2 villas dans un complexe de villas	Complexe hôtelier, achèvement prévu en 2027	1 Villa dans un complexe de villas, le même que Papacamp

Papacamp et Truegrip sont toutes deux des entités à 100% d'Ultima.  
1) Rapport d'évaluation KROLL, évaluation à 100% de chaque complexe  
2) Avec un taux de change EUR / CHF de 0,9351(1Ctax) et reflétant l'intérêt global d'Ultima pour la propriété

Source: Ultima, analyse BDO

# Chiffres clés financiers de Papacamp et Truegrip

Papacamp et Truegrip sont des sociétés d'investissement immobilier qui possèdent des biens en Grèce

Bilan au 30 novembre 2024				
Bilans consolidés audités par 30.11.2024	Papacamp		Truegrip	
	en EUR millions	in CHF millions <sup>1)</sup>	en EUR million	en CHF millions <sup>1)</sup>
Actifs circulants	3.6	3.3	0.0	0.0
Propriétés	458.6	428.8	15.7	14.6
Autres actifs	105.4	98.6	0.0	0.0
Total des actifs	567.5	530.7	15.7	14.6
Passifs courants	16.1	15.1	3.2	3.0
Passifs à long terme	0.0	0.0	0.0	0.0
Passifs d'impôts différés	66.2	61.9	2.7	2.6
Total des capitaux propres	455.9	426.3	9.7	9.1
Intérêt minoritaire	29.3	27.4	0.0	0.0
Passif et capitaux propres	567.5	530.7	15.7	14.6

<sup>1)</sup> Taux de change de l'EUR / CHF de 0,9351 (ICTax au 18.12.2024)

Evaluation Kroll au 20 novembre 2024			
Papacamp	Valeur des propriétés	Valeur de marché des autres actifs/passifs	Total valeur de marché
Katsakinois Mykonou SA <sup>2)</sup>	378.0	-38.8	339.1
Mykonos Asset Management SMSA	30.2	2.6	32.7
Starvil Asset Management SMSA	50.4	0.5	50.9
Total en millions d'EUR	458.6	-35.8	422.7
Papalon Investments Limited <sup>3)</sup>	83.5	14.6	98.1
Papacamp Autres actifs nets			0.8
Total en millions d'EUR	542.0	-21.2	521.6
Converti en millions de CHF <sup>4)</sup>	506.8	-19.8	487.8
Truegrip	Valeur des propriétés	Valeur de marché des autres actifs/passifs	Total valeur de marché
O&O Property Single Member SA	15.7	0.0	15.7
Total en millions d'EUR	15.7	0.0	15.7
Converti en millions de CHF <sup>4)</sup>	14.6	0.0	14.6
Total en millions d'EUR	474.2	-35.8	537.3
Converti en millions de CHF <sup>4)</sup>	521.5	-19.8	502.4

<sup>2)</sup> Excluant la participation minoritaire de 10 % des actions non détenues par Papacamp

<sup>3)</sup> 30 % de la valeur de la propriété basée sur la participation finale

<sup>4)</sup> Taux de change de l'EUR / CHF de 0,9351 (ICTax au 18.12.2024)

Source: Ultima, analyse BDO

## Actifs et passifs au 30 novembre 2024

- ▶ Pour le prospectus de l'augmentation de capital, des comptes annuels consolidés audités au 30 novembre 2024 ont été établis pour les deux sociétés Papacamp et Truegrip.
- ▶ Les deux sociétés sont de pures sociétés immobilières possédant des biens immobiliers en Grèce, comme décrit à la page précédente. Le patrimoine des sociétés se compose exclusivement de biens immobiliers, qui sont présentés à la valeur du marché selon les évaluations de la société d'évaluation externe Kroll Advisory Ltd.
- ▶ Les parts acquises dans Papalon Investment, une participation de 30 % dans l'île de Paros, Porto Paros Resort, ont été comptabilisées dans les actifs financiers (autres actifs) dans le bilan audité.
- ▶ Les deux sociétés n'ont pas de dettes à long terme portant intérêt. Les seules dettes à long terme des deux sociétés sont des dettes fiscales différées.
- ▶ Comme Papacamp détient 90% des actions de Kataskinoseis Mykonou SA et la consolide à 100%, l'entreprise doit déclarer la participation minoritaire de 10%.
- ▶ Au 30 novembre 2024, les ANC de Papacamp s'élèvent à CHF 426,3 millions, compte tenu de la valeur de marché des biens immobiliers et des passifs d'impôts différés, sans les participations ne donnant pas le contrôle.
- ▶ Au 30 novembre 2024, les ANC de Truegrip s'élèvent à CHF 9,1 millions, en tenant compte de la valeur de marché des biens immobiliers et des dettes fiscales latentes.

## Évaluation préparée par Kroll Advisory Ltd

- ▶ Au 20 novembre 2024, Kroll Advisory Ltd, a évalué les biens immobiliers détenus par Papacamp et Truegrip à leur valeur de marché. Ces valeurs ont été prises en compte dans les bilans audités présentés.
- ▶ Pour tous les investissements (biens immobiliers et autres actifs nets) de Papacamp et Truegrip, Kroll a calculé une valeur de marché de 537 millions d'euros, convertie en CHF au moment de l'évaluation à environ 500 millions millions de francs suisses.
- ▶ Cette valeur ne tient pas compte des impôts différés passifs au niveau du groupe, comme indiqué dans les bilans consolidés audités.



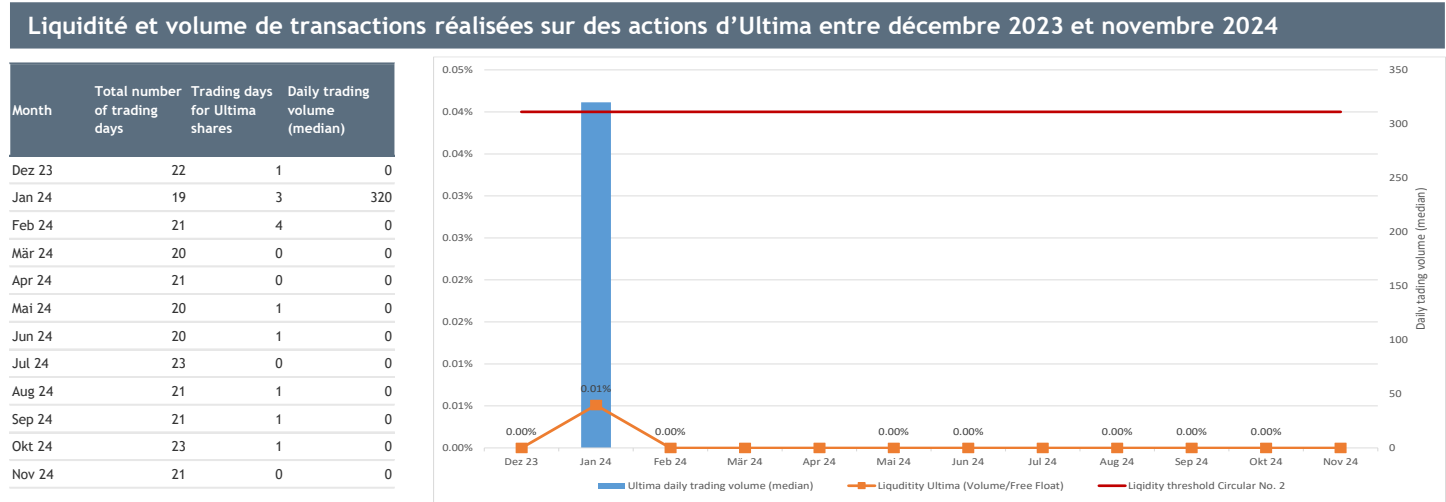
# Analyse de la liquidité de l'action Ultima

Selon la Circulaire n° 2 de la COPA, l'action Ultima ne peut être considérée comme liquide, puisque l'action n'a été négociée que pendant 8 des 12 mois précédant l'annonce préalable

Analyse et conclusion

- ▶ Notre analyse a montré qu'au cours de la période observée précédant la date de l'annonce préalable (du 1<sup>er</sup> décembre 2023 au 30 novembre 2024), la médiane mensuelle du volume journalier des transactions des actions Ultima n'a pas atteint le seuil requis de 0,04%.
- ▶ Les actions Ultima n'ont été échangées que pendant 8 des 12 mois totaux et seulement pendant 15 jours sur les 250 jours de cotation de la BX.
- ▶ En raison de la quasi-absence de transactions, le seuil de liquidité requis n'a jamais été atteint. Les actions d'Ultima ne sont pas liquides au sens de la définition de la COPA (Circulaire n°2).
- ▶ En raison du faible volume de transactions, le cours de l'action peut être faussé, car il ne reflète pas pleinement toutes les informations actuelles et pertinentes pour le prix.

- Volume des transactions et liquidité des actions d'Ultima dans le cadre de la Circulaire n° 2 de la COPA
- ▶ Selon la Circulaire n° 2 de la COPA, une action d'une société non comprise dans le SLI est considérée comme liquide si 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) pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'annonce préalable.
  - ▶ Dans le graphique ci-dessous, le seuil de liquidité requis de 0,04% est indiqué par la ligne rouge. Le graphique montre la médiane mensuelle du volume journalier de transactions réalisées sur des actions d'Ultima sur la période d'observation des 12 mois allant du 1<sup>er</sup> décembre 2023 au 30 novembre 2024. On constate que le seuil de liquidité n'a jamais été atteint au cours de la période concernée.
  - ▶ L'action a connu des volumes de transactions très limités au cours des 12 mois complets observés avant l'annonce préalable. Un seul mois (janvier 2024) présente des volumes de transactions quotidiens suffisants pour dépasser une médiane de 0.



Source: S&P Capital IQ, BX, analyse BDO

## Section 3

# Considérations sur l'évaluation

Considérations sur l'évaluation	Page
Méthodes d'évaluation	17
L'ANR appliqué à Ultima	18
Valeur par action de l'Ultima	19
Analyse de marché	20
Analyse du cours de l'action	21

# Méthodes d’évaluation

L'approche de l'actif net réévalué est la principale méthode appliquée dans ce rapport

Approches d’évaluation		
Approche par les revenus	Approche de marché	Approche fondée sur les coûts et les actifs
Méthode DCF*	Multiples boursiers	Valeur liquidative ajustée
Bénéfices excédentaires	Multiples de transaction	Coûts de remplacement/ Coûts de reproduction
Méthode principale		
Méthode complémentaire		
Non appliquées		

\* La méthode DCF a été appliquée par les évaluateurs immobiliers pour l’évaluation des biens immobiliers.

Approche ANR - schéma de base		
Valeur comptable des actifs	./.	
	Valeur comptable des passifs	
	= ANC	./.
		Passif d’impôt différé
Ajustements nets de l’actif et du passif		./.
		Frais généraux actualisés
		= ANR ( ÷ par nombre d’actions en circulation) = Valeur par action

Source: BDO

## Approches d’évaluation

- ▶ Lors de l’évaluation d’une entreprise, une distinction générale peut être faite entre l’approche par les revenus, l’approche par le marché et l’approche par les coûts.
  - Selon l’approche par les revenus, une entreprise est évaluée sur la base des flux de trésorerie ou de revenus qu’elle devrait générer à l’avenir.
  - Selon l’approche de marché, la valeur est déterminée sur la base du point de vue des acteurs du marché. Les multiples boursiers montrent comment des sociétés cotées similaires (échantillon) sont évaluées par le marché boursier en tant que multiple d’un indicateur clé de performance («ICP»), tel que le chiffre d’affaires, l’EBITDA ou l’EBIT. Les multiples de transaction indiquent ce que des tiers ont effectivement payé pour des entreprises comparables dans le passé, sous forme de multiple d’un indicateur clé de performance, tel que le chiffre d’affaires, l’EBITDA ou l’EBIT.
  - Dans l’approche par les coûts, les valeurs sont calculées en partant du principe théorique qu’un investisseur prudent ne paiera pas plus pour un actif ou une entreprise que le coût de son remplacement par un actif ou une entreprise nouvelle, identique ou similaire.

## Méthodes d’évaluation appliquées

- ▶ Pour calculer la valeur de marché d’Ultima et déterminer la valeur par action Ultima, nous avons appliqué la méthode de l’actif net réévalué (ANR).
  - Une évaluation pertinente sur le plan économique des biens des sociétés immobilières est effectuée selon les meilleures pratiques sur la base de l’actif net comptable («ANC»), et la société dans son ensemble est évaluée sous un angle plus général à l’aide de l’ANR.
  - Du point de vue du bilan, l’ANC d’une société immobilière correspond aux capitaux propres, c’est-à-dire à la somme des actifs moins le total des passifs, et est utilisé comme point de départ pour l’évaluation. Si les biens immobiliers figurant au bilan sont évalués selon une approche DCF, l’actif net comptable (ANC) d’une société immobilière peut être considéré comme un point de départ correct du point de vue économique, étant donné que les flux de trésorerie futurs projetés provenant de la propriété et de l’utilisation des biens immobiliers sont actualisés à la date d’évaluation. En se fondant sur les valeurs DCF des biens immobiliers, la société immobilière est évaluée de manière prospective.
  - Si les biens immobiliers figurant au bilan ne sont pas évalués selon une approche DCF, ces valeurs doivent être ajustées à une valeur DCF afin d’obtenir un point de départ correct d’un point de vue économique.
  - Pour réaliser une évaluation prospective d’une société immobilière, il faut prendre en considération les ajustements possibles sur d’autres actifs et passifs. Il faut également tenir compte de la valeur actuelle des frais généraux projetés au niveau de l’entreprise, qui ne sont pas pris en compte dans l’évaluation des biens immobiliers. Ces coûts sont calculés de manière forfaitaire sur la base des sorties de fonds actualisées futures.
  - En tenant compte des frais généraux et de tous les ajustements nécessaires sur les actifs et les passifs (tels que les passifs d’impôts différés résultant des différences entre la valeur comptable et la valeur de marché), l’ANC servant de point de départ sera transférée dans l’ANR. L’ANR divisé par le nombre d’actions en circulation à la date d’évaluation correspond à la valeur par action.

# L’ANR appliqué à Ultima

L’approche de l’actif net réévalué est la principale méthode appliquée dans ce rapport

Approche ANR - schéma ajusté pour Ultima

Valeur comptable des actifs 30.06.2024	./. Valeur comptable des passifs 30.06.2024	
	= ANC 30.06.2024 actualisé à 18.12.2024	./. Passif d’impôts différé 18.12.2024
	Ajustements nets valeur de marché immeubles et passifs 18.12.2024	./. Frais généraux actualisés 18.12.2024
	Apports en nature & „Transactions de décembre“	= ANR 18.12.2024 (= par nombre d’actions en circulation) = Valeur par action

Méthode de la somme des parties (SOTP)

► La méthode de la somme des parties est une approche de l’évaluation d’une entreprise qui consiste à évaluer séparément la valeur de chaque segment d’activité ou filiale et à les additionner pour obtenir la valeur totale de l’entreprise.

- Actif net réévalué pour Ultima
- Le point de départ pour la détermination de l’ANR d’Ultima est le bilan du 30 juin 2024, en conformité avec les Swiss GAAP RPC. Comme le montre le bilan, l’ANC, qui représente la valeur des fonds propres, provient essentiellement de la différence entre la valeur des biens immobiliers et les dettes à long terme portant intérêt.
  - Depuis 2023, Ultima comptabilise la valeur des immeubles de placement au coût d’acquisition diminué du montant des amortissements et des pertes de valeur. Toutefois, la société commande des évaluations DCF externes semestrielles, effectuées par des sociétés d’évaluation qualifiées et indépendantes, à des fins de reporting annuel et semestriel. Les derniers rapports de ces sociétés d’évaluation ont été mis à notre disposition pour notre analyse, ce qui nous a permis d’ajuster la valeur comptable à la valeur DCF.
  - Aucun ajustement n’est effectué pour les dettes financières:
    - Environ 96,57% des dettes financières au 30 juin 2024 sont couvertes et/ou garanties par les biens immobiliers. La plupart des biens immobiliers ont été acquis en 2019, à l’exception du bien immobilier Gstaad Promenade acquis en 2020. En 2019 et 2020, les taux d’intérêt hypothécaires à long terme en Suisse sont restés à un niveau historiquement bas. En 2021, ces taux d’intérêt ont commencé à augmenter et ont fortement fluctué. Par rapport aux années 2019 et 2020, le niveau des taux d’intérêt est toujours plus élevé en 2024. Au 31 décembre 2023, un aperçu détaillé des conditions et du montant du prêt est disponible. Ainsi, 82,41% de toutes les dettes financières sont à taux variable, comme par exemple SARON CHF 3M, BIL Swiss refinancing rate et EURIBOR 3M. A cela s’ajoutent de nouveaux prêts d’un montant d’environ 27,3 millions de CHF qui ont été contractés au cours du premier exercice 2024. Dans l’ensemble, il a été renoncé à une adaptation des dettes financières, car la majeure partie des prêts correspond aux conditions actuelles du marché.
  - Dans le cas d’Ultima, il faut tenir compte des éléments suivants:
    - Comme indiqué dans la situation initiale, Ultima a émis de nouvelles actions le 27 décembre 2024 («transactions de décembre») en échange d’apports en nature constitués d’actions d’autres sociétés immobilières (Papacamp et Truegrip).
    - Ces sociétés immobilières ont apporté leurs propres biens, et la composition de leur ANC est similaire à celui d’Ultima, avec des biens immobiliers comme principaux actifs et les passifs à long terme correspondants. Les évaluations de la juste valeur des biens immobiliers, préparées par des sociétés d’évaluation indépendantes et qualifiées au 20 novembre 2024, ont été mises à notre disposition.
    - En outre, certains instruments financiers ont été convertis par l’émission d’actions à partir du capital conditionnel d’Ultima, ce qui a modifié la situation de la dette au 30 juin 2024.
  - Aucun bilan reflétant les effets de l’augmentation de capital du 27 décembre 2024 n’a été établi à la fin de l’année 2024. Par conséquent, nous avons ajusté l’ANC au 30 juin 2024 pour tenir compte de cette conversion et nous avons appliqué la méthode de la somme des parties pour refléter la valeur des capitaux propres apportés par Papacamp et Truegrip, ajustée pour tenir compte des différences entre les valeurs comptables et les valeurs de marché des biens immobiliers et des autres actifs et passifs, le cas échéant.

Source: BDO

# Valeur par action de l'Ultima

La valeur d'une action Ultima est de CHF 67,23 compte tenu des actifs apportés dans le cadre de l'augmentation de capital et d'autres ajustements

Détermination de l'ANR et valeur par action		
<b>A</b> L'ANR d'Ultima est calculé sur la base du dernier bilan disponible d'Ultima du 30 juin 2024.		
<b>B</b> Afin de déterminer l'ANR au 18 décembre 2024, nous avons procédé à certains ajustements de l'actif net comptable d'Ultima au 30 juin 2024:		
<b>Dérivation de la valeur des fonds propres d'Ultima en CHF million</b>		
		<b>18.12.2024*</b>
Total actifs par 30 Juin 2024		1'138
./. Total passif par 30 Juin 2024		-694
= Actif net comptable (ANC) / valeur des fonds propre 30.06.2024	<b>A</b>	444
Δ Valeur de marché/valeur comptable propriétés	<b>1</b>	52
Impact de la vente du Quai Wilson, 33	<b>2</b>	34
= ANC ajusté à la valeur marchande des biens immobiliers 30.06.2024	<b>3</b>	529
= ANC ajusté à la valeur marchande des biens immobiliers 18.12.2024		540
Δ Différences de change pour les propriétés non suisses	<b>4</b>	-3
Valeur actuelle de l'exploitation du Quai Wilson 33	<b>5</b>	91
./. Present value of other group costs	<b>6</b>	-88
+ Valeur actuelle des autres coûts du groupe	<b>7</b>	33
+ ANC Papacamp	<b>8</b>	428
+ ANC Truegrip		9
= Total ANR		1'009
Nombre d'actions en circulation (#)	<b>9</b>	15'014'818
Valeur par action (CHF)		67.23
* Sauf indication contraire		

- Ajustements pour obtenir l'ANR**
- 1 Les immeubles de placement détenus par Ultima sont comptabilisés au coût de construction moins l'amortissement pour un montant de CHF 1057,6 millions. Nous avons ajusté ces valeurs de CHF 52 millions aux valeurs de marché déterminées par les évaluateurs externes à CHF 1'109,5 millions. Les passifs d'impôt différé figurant dans les bilans sont basés sur ces différences d'évaluation et nous n'avons pas procédé à un ajustement.
  - 2 La vente de la propriété du Quai Wilson 33 à Genève le 16 décembre 2024 et la cession-bail pour l'exploitation ont été prises en compte dans l'évaluation avec un impact net de CHF 34 millions, consistant en une déduction de CHF 7 millions au titre de la différence entre la valeur comptable (CHF 111,7 millions) et la valeur de marché actuelle (CHF 118,8 millions), une déduction des passifs d'impôts différés (CHF 1 million) et un ajustement pour le prêt de CHF 40 millions garanti par des actions de Limitless Holding SA.
  - 3 L'ANC au 30 juin 2024, ajustée des valeurs immobilières et du 33 Quai Wilson, a été actualisée avec le WACC pondéré de 4,61% selon Kroll à la date d'évaluation.
  - 4 Les propriétés d'Ultima en France et en Grèce ont été évaluées en EUR puis converties en CHF à la date de clôture du rapport financier le 30 juin 2024. Nous avons ajusté ces biens pour tenir compte du taux de change EUR/CHF à la date d'évaluation, soit une baisse de EUR 3 millions. Nous avons appliqué un taux de change EUR/CHF de 0,9351 conformément à l'Administration fédérale des contributions.
  - 5 Une fois les travaux terminés au printemps 2025, Ultima exploitera la propriété au numéro 33 du Quai Wilson vendue en décembre 2024. À des fins d'évaluation, nous avons considéré un flux de trésorerie annuel net moyen après impôts de CHF 3,3 millions et un taux d'actualisation de 4,50% sur la base de l'évaluation effectuée par Kroll en mai 2024. Sur la base de ces hypothèses, la valeur actuelle des opérations s'élève à CHF 91 millions et s'ajoute à l'ANR.
  - 6 Tous les frais de personnel directement liés aux biens immobiliers sont pris en compte dans l'évaluation des biens. Pour les coûts du groupe (direction du groupe, conseil d'administration) et les autres coûts opérationnels qui ne sont pas pris en compte dans les évaluations immobilières, nous avons pris en considération une sortie de fonds annuelle nette corrigée de l'impôt de CHF 3,8 millions. En appliquant un taux d'imposition mixte de 12% pour le canton de Zoug et un taux d'actualisation mixte de 4,61% selon Kroll pour leurs évaluations immobilières, la valeur présentée s'élève à CHF 88 millions et est déduite de l'ANR.
  - 7 Un montant total de dettes financières à long terme et à court terme de CHF 33 millions a été converti en nouvelles actions Ultima lors de l'augmentation de capital. Cette conversion entraîne une réduction de l'endettement et donc une augmentation de l'ANR.
  - 8 La valeur nette d'inventaire des actions apportées par Papacamp et Truegrip de CHF 426 millions et CHF 9 millions respectivement a été ajoutée à l'ANR. Ces évaluations étant actualisées du 30 novembre 2024 à la date d'évaluation avec un taux d'actualisation pondéré de 6,50% selon Kroll.
  - 9 Compte tenu de ces ajustements, l'ANR s'élève à CHF 1'009 millions au 18 décembre 2024. Divisée par le nombre total de 15'014'818 actions en circulation après l'augmentation de capital, la valeur par action s'élève à CHF 67,23 à la date d'évaluation.

Source: Ultima, BDO analyse

# Analyse de marché

L’approche par les multiples de transaction est basée de sociétés cotées comparables

Aperçu des résultats

► La valeur comptable des capitaux propres au 18 décembre 2024 est cohérente avec le calcul initial de l’ANR présenté à la page précédente:

Analyse de marché

en CHF million

ANC ajustée à la valeur de marché des biens immobiliers 18.12.2024	540
ANC Papacamp	428
ANC Truegrip	9
Différences de change pour les biens immobiliers non suisses	-3
Valeur comptable des capitaux propres au 18.12.2024	974
Passifs d’impôts différés (ID)* 1	118
Valeur comptable des capitaux propres sans ID	1’093

\*Selon le bilan sous-jacent, Ultima n’a pas comptabilisé d’actifs d’impôts différés.

► L’approche des multiplicateurs commerciaux permet de vérifier la plausibilité de la valeur ANR calculée :

Dérivation de la valeur des fonds propres d’Ultima

	2 VM/VC	CHFm	#	CHF/Action
Médiane 5y	0.93x	1’015	15’014’818	3 67.59
Médiane 18 décembre 2024	0.95x	1’038	15’014’818	4 69.13

Multiples de transaction

► Afin de vérifier la plausibilité de la valeur de l’ANR, nous avons calculé la valeur par action en utilisant les multiples de transaction. Selon cette approche, la valeur par action est déterminée sur la base des données de marché d’une sélection de sociétés d’investissement immobilier suisses cotées en bourse, dont les actions sont suffisamment liquides. Un aperçu détaillé des sociétés du groupe de référence et du processus de sélection est présenté dans l’annexe du présent rapport.

► Le prix des titres de participation dans les sociétés immobilières et les fonds immobiliers se situe souvent dans la fourchette de leur valeur liquidative à la valeur de marché et est comparé à celle-ci. La différence peut être exprimée par le ratio entre la valeur de marché et la valeur comptable.

1 Étant donné que les passifs d’impôts différés sont souvent calculés différemment et ne sont pas directement comparables, il est préférable d’effectuer le calcul sur la base de l’actif net comptable sans les actifs d’impôts différés et les passifs d’impôts différés. Nous avons donc éliminé les passifs d’impôts différés reconnus de l’actif net comptable des sociétés du groupe de référence et d’Ultima\*.

2 Notre analyse a montré que le ratio cours-valeur comptable des sociétés immobilières suisses cotées sur 5 ans (60 points de données, de décembre 2019 à novembre 2024) est d’environ 0,93x. Une analyse à la date de référence du 18 décembre 2024 montre un ratio de médiane de 0,95x, qui est également proche de 1,0x.

► Nous avons appliqué des multiples cours-valeur comptable à la valeur comptable («VM/VC») des capitaux propres d’Ultima et déterminé la valeur par action comme suit:

3 CHF 67,59 sur la base de la médiane des 60 derniers mois complets précédant l’évaluation

4 CHF 69,13 sur la base de la médiane du groupe de pairs à la date d’évaluation

► Les valeurs déterminées par l’analyse des multiples se situent dans la fourchette de l’ANR. Néanmoins, les valeurs des sociétés comparables que nous avons sélectionnées n’ont qu’une valeur informative limitée:

• Les portefeuilles de ces sociétés sont plus volumineux et plus diversifiés.

• Les sociétés du groupe de référence ne sont pas sujettes aux effets saisonniers et ne dépendent pas des saisons.

• Parmi elles, certaines offrent des services supplémentaires, tels que des services de maintenant et d’entretien des biens immobiliers, ou agissent en tant qu’entrepreneurs généraux.

Source: Ultima, BDO analyse



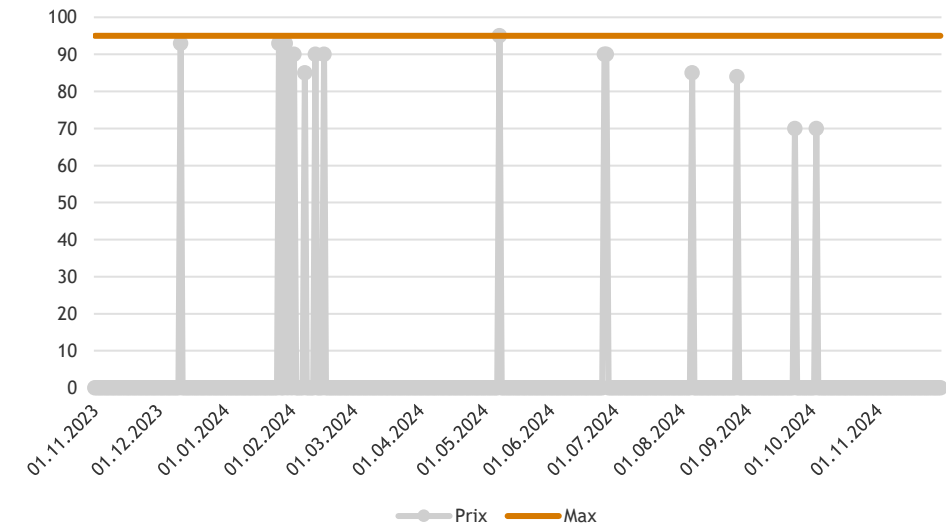
# Analyse du cours de l’action

Au cours des 12 derniers mois, le cours de l’action a fluctué entre CHF 70 et CHF 95 et le CMPV entre CHF 0 et CHF 95. Les actions d’Ultima ne sont pas liquides selon le droit suisse des OPA

## Evolution du cours de l’action sur les 12 derniers mois

- Le graphique ci-dessous montre l’évolution du cours de l’action Ultima sur la période considérée entre le 1<sup>er</sup> décembre 2023 et le 30 novembre 2024. Depuis le pic de CHF 95,00 atteint en mai 2024, le prix de l’action n’a cessé de baisser pour atteindre CHF 70,00 au début du mois d’octobre 2024.

Evolution	Date	Cours
Cours de clôture le plus élevé	08.05.2024	CHF 95,00
Cours de clôture le plus bas	23.09.2024 03.10.2024	CHF 70,00
Cours de clôture	30.11.2024	Aucune transaction

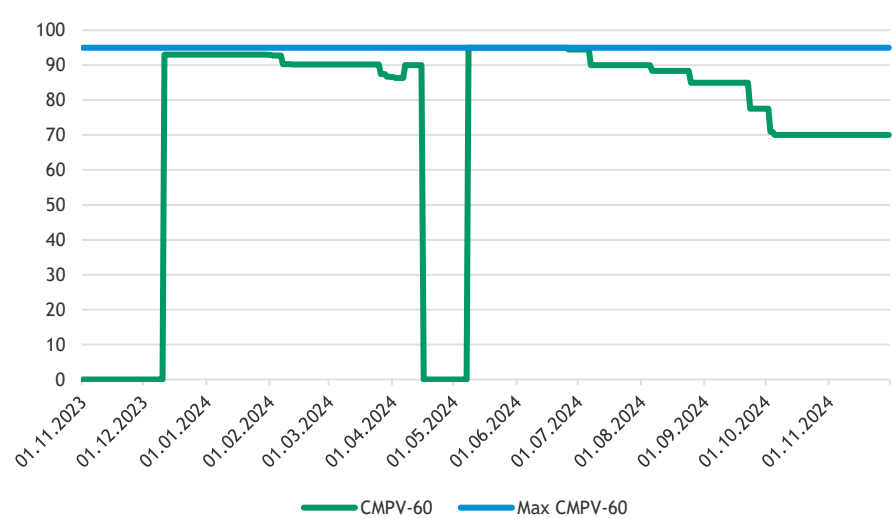


Source: S&P Capital IQ, BX, analyse BDO

## Evolution du VWAP sur les 12 derniers mois

- Le graphique montre le prix moyen pondéré en fonction du volume sur 60 jours (VWAP 60) de l’action sur la période considérée entre le 1<sup>er</sup> décembre 2023 et le 30 novembre 2024. Le VWAP 60 se situe dans une fourchette comprise entre CHF 70,00 et CHF 95,00 et un VWAP de clôture de CHF 70,00 à la fin novembre 2024.

Evolution	Date	CMPV (60 jours)
CMPV (60 jours) le plus élevé	08.05.2024	CHF 95,00
CMPV (60 jours) le plus bas	01.11.2023 - 10.12.2024 16.04.2024 - 07.05.2024	CHF 0,00
CMPV (60 jours) de clôture	30.11.2024	CHF 70,00



Section 4

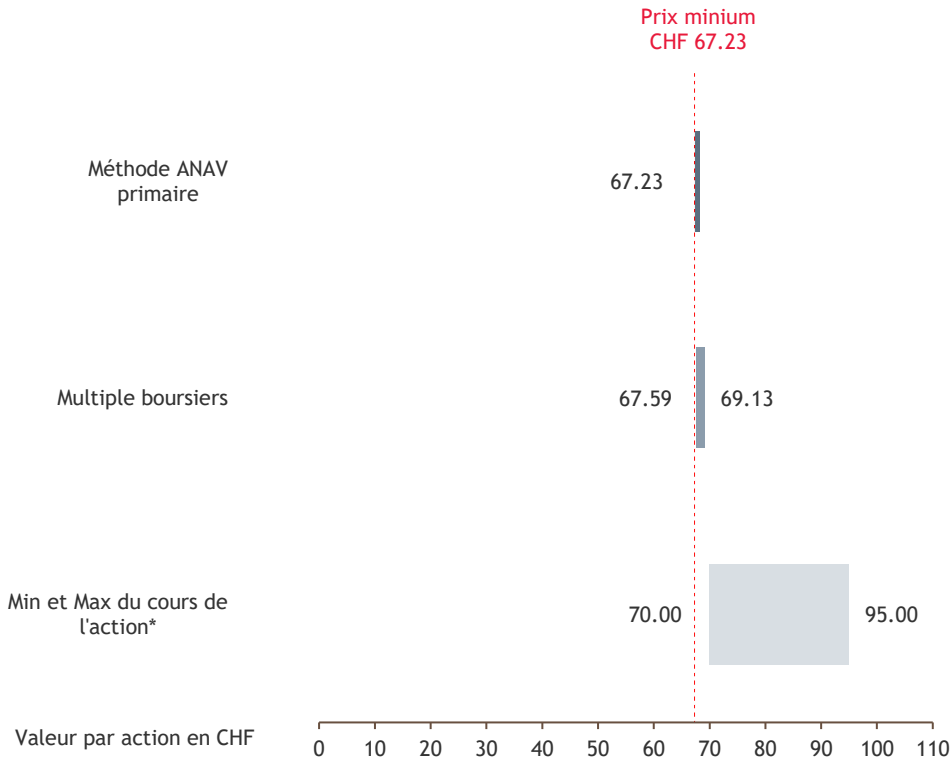
# Conclusion sur la valeur

Conclusion sur la valeur	Page
Conclusion sur la valeur	23

# Conclusion sur la valeur

Sur la base de notre évaluation, le prix minimum d’Ultima est de CHF 67,23 par action

## Aperçu de l’évaluation (CHF par action de l’Ultima)



## Conclusion de nos travaux

- ▶ Le tableau de gauche présente les résultats de notre évaluation au 18 décembre 2024, dernier jour de cotation de l’action Ultima avant la publication de l’annonce préalable de l’offre publique d’achat portant sur toutes les actions nominatives cotées en bourse d’Ultima.
- ▶ En utilisant la méthode l’actif net réévalué, nous avons obtenu une valeur par action de CHF 67,23.
- ▶ L’utilisation des méthodes de marché aboutit à une fourchette de valeur de CHF 67,59 CHF à CHF 69,13 pour une action d’Ultima, sur la base de la médiane de la valeur de marché par rapport à la valeur comptable du groupe de référence.
- ▶ Le prix de l’action a varié entre CHF 70,00 et CHF 95,00 pendant la période du 1er décembre 2023 au 30 novembre 2024.
- ▶ Sur la base des méthodes d’évaluation appliquées et des considérations ci-dessus, nous retenons le résultat de l’ANR comme base de calcul de la valeur et proposons donc une estimation ponctuelle à CHF 67,23 par action comme prix minimum conformément à l’art. 42, al. 4 OIMF-FINMA.
- ▶ Le présent rapport d’évaluation a été achevé le 20 mars 2025.

Marcel Jans  
Associé

Oliver Ambs  
Directeur

\* pour la période comprise entre le 01.12.2023 et le 30.11.2024  
Source: BDO

Section 5

Annexe

Annexe	Page
Procédure de screening des entreprises comparables	25
Multiples de transaction des entreprises comparables au 18 décembre 2024	26
Abréviations utilisées et définitions	27

# Annexe A

## Procédure de screening des entreprises comparables

Procédure de screening	Critère	Nombre de peers
<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Notre analyse est basée sur les données de la base de données S&amp;P Capital IQ.</li><li>▶ Ultima est une société purement immobilière, c'est pourquoi nous ne prenons en compte dans notre analyse que les sociétés de ce secteur.</li><li>▶ Nous n'avons pris en compte que les entreprises cotées en Suisse afin de garantir la comparabilité du point de vue de la présentation des comptes.</li></ul> <p>1 Selon S&amp;P Capital IQ, il existe en Suisse, 17 entreprises cotées sur ce marché primaire.</p> <p>2 Ultima lui-même n'est pas pris en compte dans le groupe.</p> <p>3 4 des 16 entreprises ont été exclues du groupe de comparaison en raison de leur profil commercial.</p> <p>4 Comme la méthode d'évaluation alternative se réfère à la capitalisation boursière, nous examinons la liquidité des actions des entreprises conformément à l'OFiA-FINMA. Pour cette analyse, nous avons besoin de certaines données du marché financier telles que la capitalisation boursière quotidienne et le nombre d'actions dans le flottant. Pour 6 des 12 entreprises, nous ne disposons pas de données suffisantes pour cette analyse.</p> <p>5 En ce qui concerne les exigences de l'OIMF-FINMA seules 4 des 6 entreprises sont liquides.</p>	<p>1 Nombre d'entreprises cotées en Suisse dans le domaine des sociétés immobilières (primaires) selon S&amp;P Capital IQ au 2025</p> <p>2 Ultima lui-même n'est pas pris en compte dans le groupe</p> <p>3 Dont : 4 entreprises exclues du groupe de comparaison en raison d'un profil commercial non comparable</p> <p>4 Dont : 6 entreprises ne disposent pas de données suffisantes pour le test de liquidité</p> <p>5 Dont : seules 4 entreprises ont réussi le test de liquidité</p>	<p>17</p> <p>16</p> <p>12</p> <p>6</p> <p>4</p>

Quelle: BDO

# Annexe B

## Multiples de transaction des entreprises comparables au 18 décembre 2024

in millions CHF	Valeur comptable au 18.12.2024			NAV excl. impôts différés	Capitalisation boursière	Multiples MV/BV
	Fonds propres	Actifs d'impôts différés	Passifs d'impôts différés			
Intershop Holding AG	934.95	0.272	129.70	1'064.38	1'168.78	1.10x
Mobimo Holding AG	1'917.80	0.313	263.02	2'180.51	2'093.64	0.96x
PSP Swiss Property AG	5'263.95	2.197	971.18	6'232.93	5'825.22	0.93x
Swiss Prime Site AG	6'677.86	8.715	1'329.07	7'998.21	7'518.11	0.94x
Médiane						0.95x

Source: BDO



# Abréviations

## Abréviations utilisées et définitions

Abréviation	Définition
AG/SA	Aktiengesellschaft / Société anonyme
Alpine 2	Alpine 2 SCSp, Luxembourg (Offrant)
ANC	L’actif net comptable
ANR	Méthode de l’actif net réévalué
Atale	Atale Enterprise Limited
BDO	BDO AG
BX	BX Swiss Exchange
CHF / CHFm	Franc suisse / Franc suisse en millions
Cible	ULTIMA CAPITAL SA
CMPV-60	Cours moyen pondéré en fonction du volume sur 60 jours de bourse
COPA	Commission des offres publiques d’acquisitions
Date d’évaluation	18 décembre 2024
DCF	Méthode des flux de trésorerie actualisés (Discounted Cash Flow)
EBIT	Bénéfice avant l’intérêts et impôts
EBITDA	Bénéfice avant l’intérêts, impôts et amortissements
FMIO-FINMA	Ordonnance de la FINMA sur l’infrastructure des marchés financiers
ID	Passifs d’impôts différés

Abréviation	Définition
ICP	Indicateur clé de performance
ICTax	Income & Capital Taxes, Administration fédérale des contributions AFC
LIMF	Loi sur l’infrastructure des marchés financiers
n.d.	Non disponible
Management	Management of Ultima
Max	Maximum
Min	Minimum
Offrant	Alpine 2 SCSp, Luxembourg
Papacamp	Papacamp Investments Limited
SOTP	Méthode de la somme des parties
SLI	Swiss Leader Index der SIX Swiss Exchange
TCHF	Franc suisse en milliers
Truegrip	Truegrip Ltd.
Ultima	ULTIMA CAPITAL SA (Cible)
VC	Valeur comptable («book value»)
VM	Valeur de marché («Market value»)
Yoda	Yoda PLC

IDEAS | PEOPLE | TRUST