



Fairness Opinion Swiss Estates AG

Evaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition de Kolumbus Group AG portant sur toutes les actions nominatives et les bons de participation au porteur de Swiss Estates AG en mains du public, ainsi que toutes les actions nominatives non cotées de cette dernière que l'offrant ne détient pas encore

BERNE, LE 31 JUILLET 2026

Oaklins

Mesdames, Messieurs,

Le conseil d'administration de Swiss Estates AG a chargé Oaklins Switzerland SA d'établir une Fairness Opinion dans le cadre de laquelle nous évaluons l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition de Kolumbus Group AG portant sur toutes les actions nominatives et les bons de participation au porteur de Swiss Estates AG en mains du public, ainsi que toutes les actions nominatives non cotées de cette dernière que l'offrant ne détient pas encore.

Oaklins a établi la présente Fairness Opinion en qualité de Corporate Finance Advisor indépendant et perçoit des honoraires conformes au marché pour ce service. Oaklins n'a reçu ni ne recevra aucune rémunération en fonction des déclarations contenues dans le rapport ou de la conclusion de la transaction.

Oaklins confirme qu'en sa qualité d'expert, elle est particulièrement qualifiée pour établir une Fairness Opinion au sens de l'art. 30 al. 6 OOPA et est indépendante de l'offrant, de la société visée et des personnes agissant de concert avec eux.

En établissant la Fairness Opinion, Oaklins présume que les informations fournies par Swiss Estates AG sont exactes et complètes. Le conseil d'administration a confirmé qu'il n'avait connaissance d'aucun fait ou circonstance qui laisserait penser que les informations communiquées sont trompeuses, inexactes ou incomplètes. La responsabilité d'Oaklins se limite à l'évaluation minutieuse et techniquement correcte des informations qui lui ont été fournies et de leur plausibilité, ainsi qu'à la réalisation professionnelle des analyses de valeur.

Veuillez agréer, Mesdames, Messieurs, nos salutations distinguées.

Oaklins Switzerland SA



DR. DANIEL SPRING, CFA

Associé

d.spring@ch.oaklins.com

T: +41 31 326 18 17



DR. JÜRG STUCKER, CFA

Associé

j.stucker@ch.oaklins.com

T: +41 44 268 45 35

Table des matières

Introduction	4
Contexte	4
Notre mandat	5
Principes d'évaluation.....	5
Informations et sources	5
Objet de l'évaluation	6
Profil de l'entreprise	6
Portefeuille immobilier	7
Indicateurs financiers historiques	8
Contexte économique et marché immobilier	10
Approche et méthodes	11
Adjusted Net Asset Value (ANAV).....	12
Calcul de l'ANAV	12
Titres en circulation	14
Détermination de l'ANAV par action/BP	15
Analyse de sensibilité	16
Analyse d'entreprises comparables (<i>trading multiples</i>).....	17
Trading Multiples.....	17
Analyse du cours boursier	19
Cours boursier	19
Analyse de la liquidité.....	21
Evaluation des alternatives pour les actionnaires publics	23
Vente des titres en bourse	23
Refus de l'offre.....	23
Liquidation	23
Résumé et conclusion.....	24
Annexe	26



Introduction

CONTEXTE

Swiss Estates AG (également désignée «Swiss Estates» ou la «société visée») est une société immobilière suisse dont les actions nominatives et les bons de participation au porteur sont cotés à la BX Swiss. Les bons de participation au porteur sont en outre négociés à la Bourse de Düsseldorf. Swiss Estates investit directement et indirectement dans des immeubles résidentiels en Suisse et détient un portefeuille immobilier axé sur des immeubles de rendement. Sa filiale Kolumbus Immobilien AG investit non seulement dans des immeubles de rendement, mais aussi et surtout dans des immeubles en développement en Suisse.

Le capital émis de Swiss Estates AG est divisé en 91'400'500 actions nominatives non cotées d'une valeur nominale de CHF 0.50 («actions à droit de vote privilégié»), 1'618'095 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 5.00 («actions ordinaires») et 2'862'210 bons de participation au porteur dont la valeur nominale est également de CHF 5.00.

Kolumbus Group AG («Kolumbus Group» ou l'«offrant») est l'actionnaire principal de Swiss Estates AG. Au 9 juin 2026, elle détenait 89'650'500 actions à droit de vote privilégié, ce qui correspond à 83.3% du capital-actions et à 96.4% des droits de vote. Dans son annonce préalable du 10 juin 2026, Kolumbus Group a annoncé une offre publique d'acquisition («offre») destinée à Swiss Estates AG qui a été publiée dans le prospectus d'offre du 22 juillet 2026 et se présente comme suit:

- CHF 3.00 par action ordinaire en mains du public
- CHF 0.30 pour toutes les actions à droit de vote privilégié non cotées que l'offrant ne détient pas encore
- CHF 3.00 pour tous les bons de participation au porteur en mains du public et les bons de participation qui pourraient encore être émis dans le cadre de la conversion d'un emprunt convertible en cours.

L'offre s'inscrit dans le contexte d'un free float fortement réduit ainsi que d'une faible négociabilité des actions nominatives et des bons de participation au porteur. En outre, il a été décidé, lors de l'assemblée générale de Swiss Estates tenue récemment, de décotiser les actions nominatives de la BX Swiss ainsi que les bons de participation au porteur de la BX Swiss et de la Bourse de Düsseldorf. L'offrant a publié l'annonce préalable avant la tenue de l'assemblée générale afin de donner aux actionnaires et détenteurs de bons de participation la possibilité de vendre leurs titres de participation avant une éventuelle décotisation.

Selon l'art. 132 LIMF, en cas d'offre publique d'acquisition, le conseil d'administration de la société visée est tenu de présenter aux propriétaires de titres de participation un rapport dans lequel il prend position sur l'offre («rapport du conseil d'administration»). Pour appuyer son appréciation, le conseil d'administration peut commander une Fairness Opinion indépendante d'un prestataire externe.

Étant donné que les mêmes personnes sont membres du conseil d'administration de l'offrant et de la société visée, ils sont considérés comme des personnes agissant de concert dans le cadre de cette transaction. Dans ce contexte, une Fairness Opinion indépendante est nécessaire pour évaluer l'adéquation financière de l'offre d'acquisition. Le conseil d'administration de Swiss Estates a mandaté Oaklins Switzerland SA («Oaklins») pour établir cette Fairness Opinion.

NOTRE MANDAT

Le conseil d'administration de Swiss Estates AG a chargé Oaklins d'établir une Fairness Opinion pour évaluer l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition de Kolumbus Group AG.

La Fairness Opinion est destinée exclusivement à être intégrée par le conseil d'administration dans son rapport. La Fairness Opinion peut être publiée en relation avec le rapport du conseil d'administration ou comme partie intégrante de celui-ci. Elle peut également être mentionnée dans le prospectus d'offre de l'offrant.

La Fairness Opinion se contente d'évaluer l'adéquation financière de l'offre du point de vue des actionnaires publics et des détenteurs de bons de participation et d'actions à droit de vote privilégié. Elle ne constitue pas une recommandation quant à l'acceptation ou au rejet de l'offre. Elle ne contient pas non plus d'évaluation des conditions de paiement, de la structure de la transaction ainsi que d'autres aspects de l'offre d'un point de vue juridique ou fiscal, ni des éventuelles conséquences d'une acceptation ou d'un refus de l'offre. En outre, elle ne se prononce pas sur la valeur future des actions nominatives et des bons de participation au porteur de la société visée.

Oaklins n'a procédé à aucune révision au sens du droit des sociétés ni à aucune forme de due diligence. Selon la décision de la Commission des OPA («COPA») du 25 avril 2012, Oaklins Switzerland SA est particulièrement qualifiée pour établir des Fairness Opinions dans le cadre d'offres publiques d'acquisition.

La présente Fairness Opinion est également disponible en allemand.

PRINCIPES D'ÉVALUATION

La présente évaluation de l'adéquation financière de l'offre est basée sur des analyses de valeur d'Oaklins. Lors de l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre, la situation fiscale ou juridique des actionnaires ou détenteurs de bons de participation individuels n'a pas été prise en compte. Par conséquent, seules des réflexions de portée générale sur l'adéquation financière de l'offre du point de vue des actionnaires et des détenteurs de bons de participation sont possibles dans le cadre de la présente Fairness Opinion. La date de référence de l'évaluation est le 30 juin 2026.

INFORMATIONS ET SOURCES

Les informations et critères figurant dans ce document se basent sur la situation du marché, de l'entreprise et de l'économie prévalant jusqu'à la date de référence et de l'évaluation du 30 juin 2026. Les circonstances survenant après cette date peuvent avoir une influence sur les informations qui ont servi de base à cette analyse. Oaklins n'est pas tenue de mettre à jour, vérifier ou confirmer les informations contenues dans le présent document.

L'évaluation repose notamment sur les principales sources d'information suivantes:

- annonce préalable de l'offre publique d'acquisition de Kolumbus Group AG du 10 juin 2026;
- prospectus d'offre du 22 juillet 2026
- comptes annuels consolidés révisés de Swiss Estates AG pour les années 2023, 2024 et 2025, établis selon les normes Swiss GAAP RPC;
- sélection d'informations sur la société et données financières accessibles au public concernant Swiss Estates AG;
- informations relatives au calcul interne de la NAV, au calcul des impôts différés et aux provisions pour impôts;
- rapports d'estimation des immeubles de Swiss Estates établis par CBRE;
- comptes annuels consolidés révisés de Kolumbus Immobilien AG au 31 décembre 2025, établis selon les dispositions du CO;
- conversion des comptes annuels de Kolumbus Immobilien AG établis selon le CO en comptes établis selon les Swiss GAAP RPC (non révisés);
- rapports d'estimation des immeubles de Kolumbus Immobilien AG établis par CIFI;
- données historiques du cours de l'action et du volume de négoce de Swiss Estates AG;
- données du marché des capitaux et autres informations accessibles au public sur une sélection d'entreprises comparables qui, de l'avis d'Oaklins, sont actives dans des domaines comparables à ceux de Swiss Estates (source S&P Capital IQ);
- entretiens avec Adrian Uebersax, CEO de Swiss Estates, ainsi qu'avec le responsable financier externe de la société (la «direction»);
- autres études financières, analyses et informations jugées appropriées par Oaklins.

Swiss Estates AG a confirmé à Oaklins qu'elle n'avait connaissance d'aucun fait ou circonstance qui laisserait penser que les informations et données fournies seraient incomplètes, inexactes ou trompeuses.

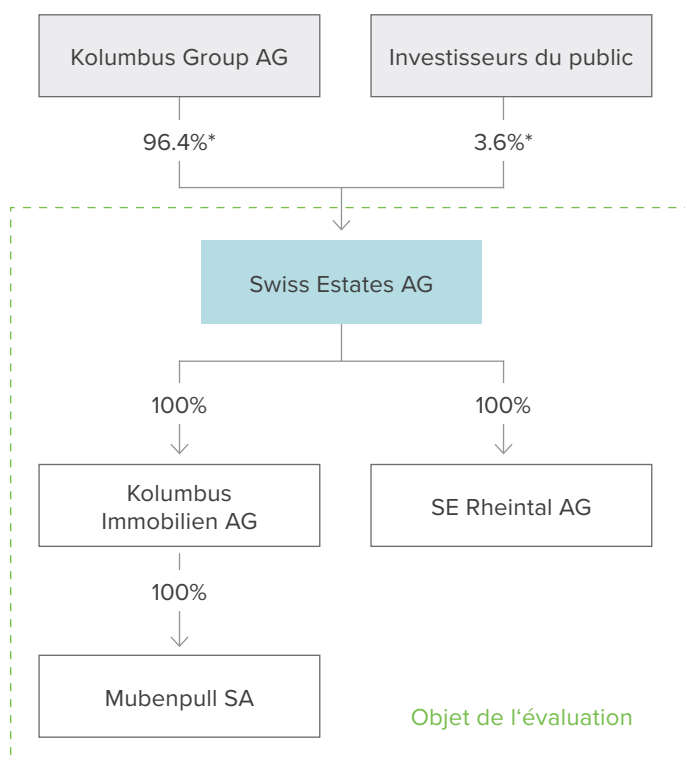


Objet de l'évaluation

PROFIL DE L'ENTREPRISE

Swiss Estates AG est une société immobilière suisse dont le siège est à Freienbach, canton de Schwytz.

Swiss Estates AG a deux filiales directes, SE Rheintal AG et Kolumbus Immobilien AG. En février 2026, la seconde filiale a été cédée par l'offrant à Swiss Estates AG à titre d'apport en nature dans le cadre d'une augmentation de capital.



*droits de vote

Swiss Estates investit exclusivement dans des biens immobiliers en Suisse. L'accent est mis sur les immeubles résidentiels dans les zones urbaines et les agglomérations. Elle peut acquérir à titre complémentaire des immeubles commerciaux, en particulier s'ils présentent un potentiel de changement d'affectation ou de développement. Swiss Estates poursuit une stratégie de «buy and develop». Les immeubles de rendement acquis sont généralement conservés à long terme, gérés activement et valorisés. Dans ce modèle d'affaires, les ventes ne sont prévues que dans des situations particulières. L'activité opérationnelle comprend en particulier l'acquisition, la gestion, l'assainissement, la réaffectation ainsi que le développement d'immeubles de placement. Les revenus de la société visée proviennent essentiellement de la location de ses propres immeubles. Une plus-value supplémentaire peut être réalisée par des rénovations, des transformations et des changements d'affectation ainsi que par un repositionnement d'immeubles existants. La gestion des immeubles est assurée en partie par le personnel de Swiss Estates.

SE Rheintal AG poursuit le même but que sa maison mère Swiss Estates AG et comprend actuellement un immeuble.

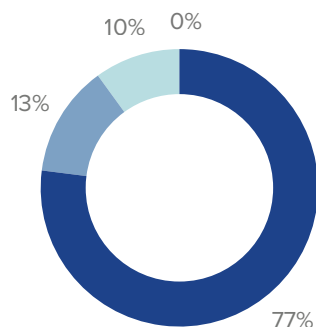
Kolumbus Immobilien AG, y compris sa filiale Mubempull SA, est une société immobilière suisse dont le siège est à Ittigen, dans le canton de Berne. La société est active dans l'Espace Mittelland et s'occupe de différentes phases du cycle immobilier, en particulier le développement, la réalisation, la gestion et la valorisation de biens immobiliers. L'accent est mis sur les immeubles résidentiels et commerciaux, le portefeuille comprenant à la fois des immeubles de rendement et des projets de développement.

PORTEFEUILLE IMMOBILIER

Le portefeuille immobilier du groupe est constitué au 30 juin 2026 d'un total de 44 immeubles situés en Suisse, dont 15 appartiennent à Swiss Estates AG, 27 à Kolumbus Immobilien AG et 1 à SE Rheintal AG et Mubempull SA, respectivement. Alors que le portefeuille de Kolumbus Immobilien AG comprend tant des immeubles de rendement que des projets de développement, les immeubles des autres sociétés sont exclusivement des immeubles de rendement.

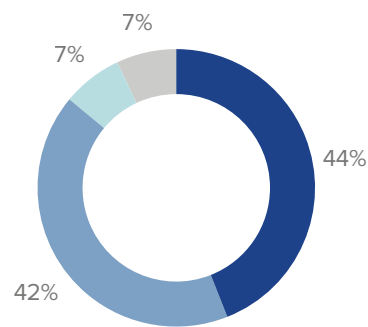
Les immeubles se trouvent dans les cantons de Zurich, Thurgovie, Soleure, Berne, Vaud, Fribourg et Saint-Gall. Le portefeuille est principalement axé sur les biens immobiliers résidentiels, complétés par quelques biens à usage mixte ainsi qu'un bien immobilier commercial.

Immeubles par affectation
(valeur selon les estimations immobilières)



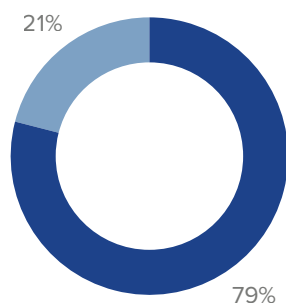
■ Immeubles d'habitation ■ Immeubles commerciaux
■ Immeubles mixtes ■ Logements de vacances

Immeubles par société
(valeur selon les estimations immobilières)



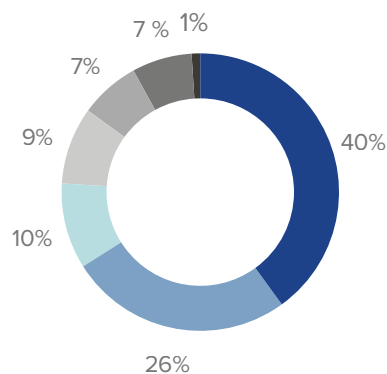
■ Swiss Estates AG ■ SE Rheintal AG
■ Kolumbus Immobilien AG ■ Mubempull SA

Immeubles par type
(valeur selon les estimations immobilières)



■ Immeubles existants
■ Immeubles en développement

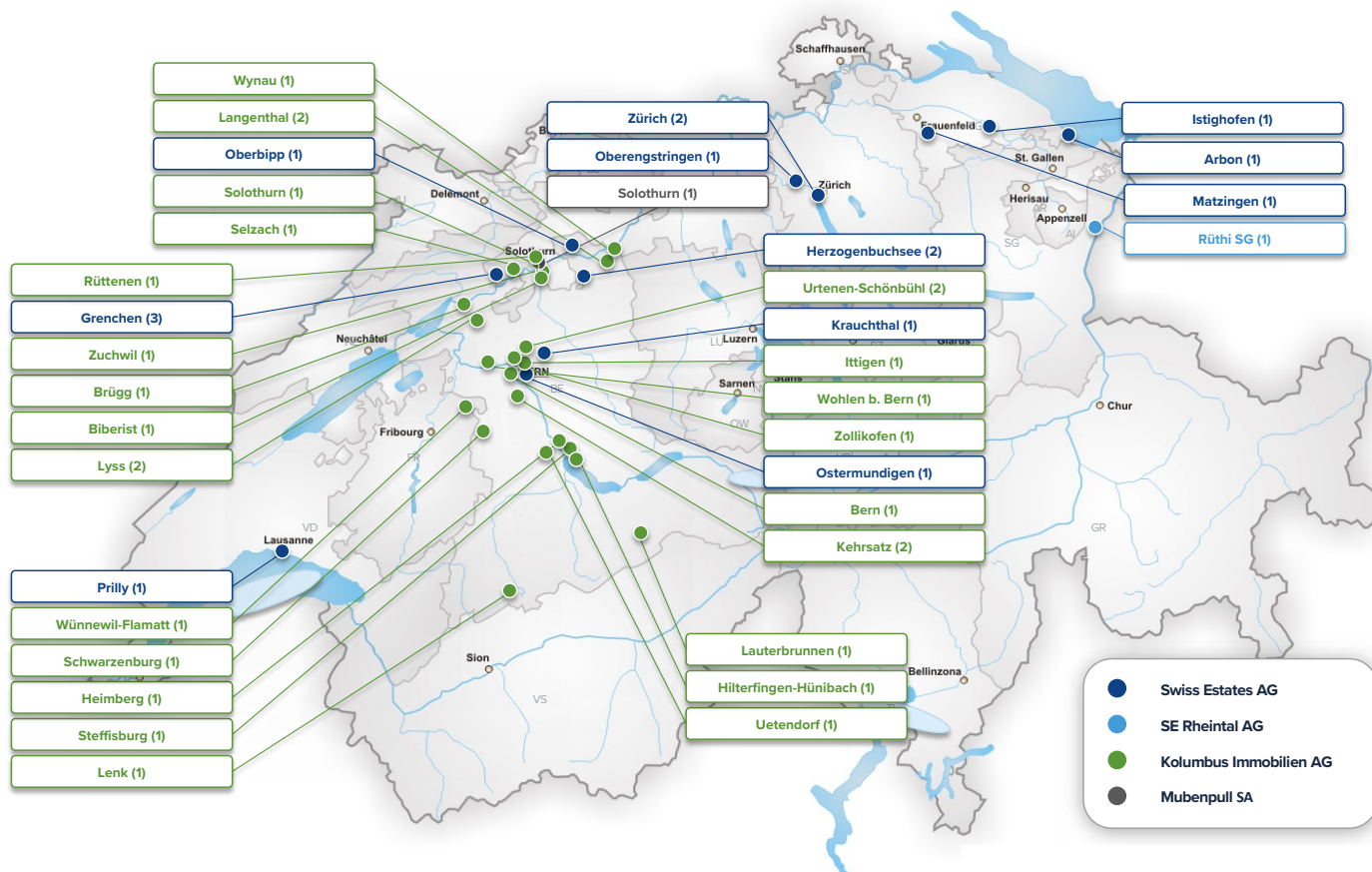
Immeubles par canton
(valeur selon les estimations immobilières)



■ Berne ■ Saint-Gall
■ Soleure ■ Thurgovie
■ Zurich ■ Fribourg
■ Vaud

Répartition géographique des immeubles

Swiss Estates AG, SE Rheintal AG, Kolumbus Immobilien AG et Mubempull SA



Les immeubles de rendement sont inscrits au bilan à la valeur de marché conformément aux normes Swiss GAAP RPC. L'estimation des immeubles est réalisée par des experts immobiliers indépendants selon la méthode du discounted cash flow (DCF). Pour Swiss Estates AG, les estimations immobilières sont réalisées par CBRE, tandis que CIFI a réalisé les estimations pour Kolumbus Immobilien AG.

Les immeubles en développement sont inscrits au bilan conformément aux normes Swiss GAAP RPC selon la méthode percentage-of-completion (POC). Dans le cadre des présentes analyses de valeur, les valeurs DCF issues des estimations immobilières sont également prises en compte.

La valeur DCF de l'ensemble immeubles s'élève, selon les estimations immobilières disponibles, à près de CHF 300 millions.

INDICATEURS FINANCIERS HISTORIQUES

Les tableaux figurant ci-dessous montrent le bilan au 31 décembre 2025 et les comptes de résultat pour les exercices 2024 et 2025. Puisque Kolumbus Immobilien AG n'a été intégrée à Swiss Estates AG qu'après la date de clôture du dernier exercice, il n'y a pas de comptes consolidés de l'intégralité du groupe. Le bilan et le compte de résultat sont montrés séparément pour les deux sociétés. Les comptes financiers de Swiss Estates AG (y compris SE Rheintal AG) ont été établis et révisés selon les normes Swiss GAAP RPC, tandis que ceux de Kolumbus Immobilien AG (y compris Mubempull SA) ont été obtenus par conversion des comptes établis selon le CO en comptes établis selon les normes Swiss GAAP RPC, sans avoir été révisés.

Bilan Swiss Estates AG en millions de CHF	31.12.25
Immeubles de rendement	151.0
Autres actifs	10.9
Total actif	161.9
Fonds étrangers portant intérêt	92.6
Provisions pour impôts différés	6.6
Autres passifs	5.7
Total des fonds étrangers	104.9
Fonds propres	57.0
Total passif	161.9
Éliminations	(4.5)
Fonds propres ajustés	52.5

Compte de résultat Swiss Estates AG en millions de CHF	2024	2025
Produit d'exploitation	6.4	5.4
Charges d'exploitation	(2.6)	(2.4)
Résultat de la réévaluation	2.0	3.2
Résultat de la vente d'immeubles	(5.1)	-
EBITDA	0.7	6.2

- L'actif du bilan de Swiss Estates AG est composé en majorité d'immeubles de rendement qui représentent une valeur de CHF 151 millions, soit plus de 93% du total du bilan. Les autres actifs sont composés principalement des actifs circulants et d'immobilisations corporelles et financières mineures.
- De même, le passif est dominé par les emprunts financiers portant intérêt qui permettent de financer les biens immobiliers. Ceux-ci s'élèvent à CHF 92.6 millions.
- Etant donné que nous examinons Kolumbus Immobilien AG séparément, la participation de 10% dans la société qui existait déjà au 31.12.2025 (CHF 4.5 millions) n'a pas été prise en compte. Les fonds propres ajustés s'élevaient ainsi au 31 décembre 2025 à CHF 52.5 millions.
- En 2025, Swiss Estates a réalisé un produit d'exploitation de CHF 5.4 millions.
- L'EBITDA dépend fortement de la réévaluation des immeubles existants ainsi que des éventuels gains ou pertes résultants de ventes immobilières. Ainsi, celui-ci a oscillé ces deux dernières années entre CHF 0.7 million et CHF 6.2 millions.

Bilan Kolumbus Immobilien AG en millions de CHF	31.12.25
Immeubles de rendement	84.5
Immeubles en développement	48.2
Autres actifs	14.2
Total actif	146.9
Fonds étrangers portant intérêt	99.4
Provisions pour impôts différés	7.1
Autres passifs	16.3
Total des fonds étrangers	122.8
Fonds propres	24.0
Total passif	146.9

Compte de résultat Kolumbus Immobilien AG en millions de CHF	2024	2025
Produits des développements immobiliers	24.0	17.2
Rendement de la location d'immeubles	1.6	2.0
Produits des services (EG et gestion)	1.4	5.0
Autres produits d'exploitation	0.1	0.9
Total des revenus	27.2	25.1
Charges immobilières	(26.3)	(21.3)
Charges opérationnelles	(2.2)	(3.0)
EBITDA	(1.3)	0.8

- L'actif du bilan de Kolumbus Immobilien AG est également formé principalement de biens immobiliers constitués d'immeubles de rendement et d'immeubles en développement.
- Les autres actifs sont aussi composés principalement d'actifs circulants et d'immobilisations corporelles et financières.
- Le passif est dominé par les dettes financières qui s'élèvent à CHF 99.4 millions.
- Les fonds propres servant de base au calcul de l'actif net ajusté (Adjusted Net Asset Value, ANAV) s'élèvent à CHF 24.0 millions.
- La majorité des revenus provient des projets de développement immobilier. Ces revenus sont toutefois compensés par des charges presque équivalentes.
- L'EBITDA a oscillé ces deux dernières années entre CHF 0.8 million et CHF -1.3 millions.

CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MARCHÉ IMMOBILIER

Une croissance économique réelle d'environ 1.0% est attendue pour 2026.¹ Cela devrait créer une impulsion positive sur le marché du travail, l'impact pouvant toutefois varier selon la branche. Dans l'ensemble, la dynamique de croissance reste cependant inférieure à la moyenne des dix dernières années. En particulier, l'évolution géopolitique et géoéconomique et la force du franc suisse ont un effet modérateur.

Simultanément, en raison de gains d'efficacité dus à l'utilisation croissante de l'intelligence artificielle, on prévoit une croissance de l'emploi de 0.4% seulement, chiffre nettement inférieur à la moyenne des dix dernières années. L'évolution modérée de l'emploi devrait avoir un effet modérateur sur l'immigration, considérée comme le principal moteur de la croissance démographique en Suisse. De même, on peut s'attendre à une augmentation moindre de la demande en logements.²

Les conditions de financement restent favorables grâce au taux directeur de la BNS de 0.0% (mai 2026).³ Depuis plus d'un an, les taux des prêts hypothécaires à taux fixe sur dix ans fluctuent dans une fourchette étroite et s'élèvent actuellement à environ 1.9%. Les taux restent donc attractifs en comparaison historique.⁴

Selon l'UBS, il faut s'attendre à une nouvelle augmentation des prix des logements en propriété. Le prix des immeubles locatifs augmente lui aussi, de manière significative, et les investissements se concentrent de plus en plus sur la rénovation de biens immobiliers existants. Cette évolution s'explique en particulier par l'offre limitée, le faible volume de nouvelles constructions et l'offre toujours restreinte de logements locatifs en zone urbaine. En outre, un potentiel boom de la construction

est freiné, malgré de bonnes conditions de financement et la suppression de la valeur locative, par d'importants obstacles réglementaires et des coûts de construction en augmentation. Le niveau d'activité de construction le plus faible est attendu dans les cantons d'Appenzell Rhodes-Extérieures, de Bâle-Ville, des Grisons, de Glaris, du Jura et d'Obwald.⁵

Sur le marché locatif, l'offre disponible est descendue à un nouveau record historique au 4e trimestre 2025. Seuls 97'800 logements locatifs étaient disponibles sur le marché dans toute la Suisse. Par rapport à l'année précédente, le nombre d'annonces a baissé de 5.2% et est passée pour la première fois sous la barre des 100'000 annonces. Avec une offre de 3.4%, le marché a atteint son niveau le plus bas depuis près de deux décennies. L'augmentation récemment observée des permis de construire indique certes une réactivation à court terme des investissements dans la construction de nouveaux logements locatifs, mais la diminution simultanée des demandes de permis de construire laisse penser que cette évolution ne durera pas. On peut donc présumer que dans les années à venir également, peu de logements locatifs supplémentaires seront mis sur le marché et que la pénurie actuelle se renforcera.⁶

Dans ce contexte, les conditions de marché pour Swiss Estates AG restent très marquées par la pénurie sur le marché du logement, les conditions de financement qui demeurent favorables et l'importante demande en logements. Il faut cependant également prendre en compte la dynamique de l'emploi plus faible, la diminution attendue de l'immigration, le niveau restreint d'activité de construction et l'évolution différente des immeubles résidentiels et commerciaux.

¹Source: BNS; Bulletin trimestriel 2/2026, Rapport sur la politique monétaire

²Source: Wüest Partner; Immobilienmarkt Schweiz 2026 | 2

³Source: BNS; Portail de données; Taux d'intérêt officiels

⁴Source: Wüest Partner; Immobilienmarkt Schweiz 2026 | 2

⁵Source: UBS; Real Estate Focus 2026

⁶Source: Zürich Anlagestiftung; Immobilien Wohnen Schweiz 2025



Approche et méthodes

Swiss Estates est une société immobilière. Sa valeur est donc principalement constituée de son portefeuille immobilier, déduction faite des dettes hypothécaires y relatives, ainsi que d'éventuels autres actifs/passifs. C'est pourquoi la méthode de l'actif net ajusté (Adjusted Net Asset Value, «ANAV») est généralement la méthode d'évaluation la plus appropriée pour évaluer des sociétés immobilières, car la valeur de l'entreprise est essentiellement déterminée par la valeur de marché du portefeuille immobilier détenu. L'ANAV représente ainsi directement et de manière transparente la substance économique d'une société immobilière.

D'un point de vue théorique, l'ANAV est en outre cohérente avec une approche d'évaluation orientée vers l'avenir et fondée sur les cash-flows, pour autant que les immeubles individuels aient été estimés selon la méthode DCF, ce qui est le cas en l'espèce. Par conséquent, la valeur nette d'inventaire (Net Asset Value, «NAV») d'une société immobilière constitue l'indicateur économique le plus pertinent pour son évaluation et la méthode de l'ANAV est conforme à la méthode DCF largement reconnue en théorie et en pratique comme la «Best Practice».

Étant donné que les valeurs des biens immobiliers prises en compte dans la NAV reposent en grande partie sur des estimations DCF prospectives établies par des experts immobiliers professionnels et spécialisés, nous nous basons sur ces valeurs dans le cadre de la présente Fairness Opinion et n'effectuons pas notre propre estimation de chaque bien immobilier. Nous avons cependant vérifié la méthode d'évaluation utilisée et contrôlé par sondage la plausibilité de certaines estimations immobilières.

Outre les immeubles, tous les autres actifs et passifs ont également été examinés quant à un éventuel potentiel de

hausse ou de baisse, aucun besoin de réévaluation n'ayant été identifié à cet égard.

Alors que les estimations DCF des immeubles individuels sous-jacentes à la NAV prennent en compte tous les flux de paiements futurs liés à l'immeuble concerné, tel n'est pas le cas des frais administratifs qui sont supportés au niveau du groupe et qui ne sont pas pris en compte dans les estimations immobilières. Pour prendre en compte ces frais, la valeur des frais attendus est déduite lors de la détermination de l'ANAV.

Enfin, une décote d'illiquidité est encore déduite pour tenir compte des effets du faible volume de négoce et de l'illiquidité des actions et des bons de participation au porteur qui en résulte. L'ANAV de la date du bilan est actualisée à la date d'évaluation.

La valeur par action ou bon de participation au porteur est alors obtenue en divisant l'ANAV par le nombre de titres en circulation par catégorie, étant précisé qu'en l'espèce, il faut tenir compte de la différence de valeur nominale des différentes catégories d'actions.

Dans un deuxième temps, nous avons vérifié la plausibilité des principaux résultats. À cet effet, nous avons pris en compte en premier lieu le cours boursier ainsi que les données de marché disponibles concernant des entreprises comparables. Nous avons également examiné les alternatives possibles à une acceptation de l'offre par les actionnaires publics.

L'évaluation de Swiss Estates AG est effectuée principalement sur la base de la méthode ANAV.



Adjusted Net Asset Value (ANAV)

CALCUL DE L'ANAV

Le point de départ pour la détermination de l'ANAV est le dernier bilan de Swiss Estates AG consolidé et révisé selon les Swiss GAAP RPC au 31 décembre 2025. En février 2026, dans le cadre d'une augmentation de capital, les 90% restants des actions de Kolumbus Immobilien AG ont été apportés à la société visée, venant s'ajouter à la participation existante de 10%. Comme cette augmentation de capital et l'apport en nature ont eu lieu après la dernière date du bilan, il n'y a pas de bilan consolidé révisé reflétant exactement la structure actuelle du groupe.

Pour déterminer la NAV de l'ensemble du groupe, la participation de 10% déjà inscrite au bilan de Swiss Estates AG au 31 décembre 2025 a donc été soustraite et la NAV totale de Kolumbus Immobilien AG a été additionnée. Cette dernière se base à son tour sur les estimations immobilières selon la méthode DCF d'un expert indépendant (CIFI) et, dans le cas des immeubles en développement, sur la juste valeur calculée selon la méthode du *percentage of completion* (POC) conformément aux Swiss GAAP RPC.

Selon les Swiss GAAP RPC, les immeubles en développement peuvent être inscrits au bilan au maximum à la valeur correspondant à l'avancement des travaux. On utilise à cet effet la méthode POC. Les estimations immobilières basées sur le DCF, en revanche, prennent en compte tous les cash-flows futurs, quel que soit le degré d'achèvement, et aboutissent donc régulièrement à des valeurs plus élevées, car elles tiennent compte de l'intégralité du potentiel d'un projet immobilier. Du point de vue de la méthode d'évaluation, ces deux perspectives sont toutes deux valables; c'est pourquoi nous présentons ci-après l'ANAV selon ces deux hypothèses, afin de brosser un tableau nuancé.

Pour déterminer l'ANAV à la date de référence de l'évaluation, la NAV combinée du groupe est ajustée comme suit:

1 Prise en compte de la valeur actuelle des frais administratifs de la société

Les frais futurs attendus de la société ont été déterminés sur la base des frais historiques effectifs et, si nécessaire, normalisés à un niveau durable en accord avec le responsable financier. Les frais de la société comprennent les frais qui n'ont pas pu être attribués à des biens immobiliers individuels. Sur cette base, les frais administratifs de Swiss Estates AG (y compris SE Rheintal AG) sont estimés à environ CHF 1.12 million par an, tandis que ceux de Kolumbus Immobilien AG (y compris Mubenpull SA) s'élèvent à CHF 1.78 million.

Pour déterminer la valeur actuelle des futurs frais de la société, ceux-ci ont été capitalisés au moyen du WACC de 5.0%⁷, en présumant un taux de croissance à long terme équivalent au taux d'intérêt sans risque utilisé pour le WACC.

2 Ajustement des impôts différés

Le bilan comprend des impôts différés qui seraient dus en cas de vente des immeubles et de réalisation des réserves latentes correspondantes. Les impôts différés ont été calculés sur la base du taux d'imposition attendu dans le canton où se trouve l'immeuble. En cas de cession d'immeubles individuels, la charge fiscale serait, dans de nombreux cas, déterminée sur la base de l'impôt sur les gains immobiliers plutôt que sur la base du taux de l'impôt sur le bénéfice des entreprises. L'impôt sur les gains

⁷Cf. annexe pour le calcul du WACC.

immobiliers dépend du canton concerné et de la durée de détention du bien immobilier; selon les représentants de la société visée, il devrait cependant s'élever en moyenne à environ deux fois les taux présumés de l'impôt sur les bénéfices.

D'autre part, les fonds propres comptabilisés comprennent des provisions pour impôts différés sur tous les immeubles. Il n'est cependant actuellement pas certain que les immeubles soient vendus ni, le cas échéant, à quel moment. Il est donc difficile de déterminer quand les impôts y relatifs seront dus. Dans ce contexte, il paraît raisonnable de prendre en compte 50% des impôts différés maximaux imputables aux immeubles. Cette manière de procéder est en outre conforme à la pratique d'évaluation suisse.

Étant donné que, d'une part, le calcul des impôts différés sur la base de l'impôt sur les gains immobiliers aboutirait à environ le double du montant mais que, d'autre part, nous ne tenons compte que de la moitié des impôts différés, cet effet disparaît et nous pouvons renoncer à ajuster les impôts différés.

3 Décote pour illiquidité

L'analyse du cours boursier discutée ci-dessous aboutit à la conclusion que tant les actions que les bons de participation de Swiss Estates AG sont illiquides. Dans le cadre de leurs réflexions en matière d'évaluation, les investisseurs tiennent compte de la liquidité d'un investissement. En raison de considérations de risque, un investisseur paiera généralement moins pour un placement illiquide que pour un placement identique qui peut être vendu plus facilement. Du point de vue de l'évaluation, il n'est donc pas contesté qu'une décote d'illiquidité devrait être appliquée dans un tel cas.

Un investissement illiquide est généralement évalué sur la base d'une liquidité complète et, dans un deuxième temps, une décote est appliquée pour tenir compte de l'illiquidité. Selon la littérature spécialisée pertinente, de telles décotes se situent souvent entre 15% et 20%.⁸

En plus de cette fourchette de décote souvent utilisée en pratique, la décote d'illiquidité est aujourd'hui souvent quantifiée au moyen d'un modèle «option de vente». Cette approche repose sur le principe selon lequel celui qui détient des actions illiquides et acquiert une option de vente de ces actions au prix du marché libre acquiert de facto la liquidité correspondante. Le prix de cette option de vente constitue la décote pour illiquidité.⁹

Nous utilisons le modèle Black-Scholes d'options de vente pour déterminer la décote d'illiquidité. L'une des principales composantes du modèle d'option de vente est la volatilité présumée. Selon Elmore (2017)¹⁰, la volatilité annualisée des actions d'entreprises non cotées varie généralement entre 50% et 125%, tandis que les actions cotées en bourse et liquides telles que celles du Swiss Market Index (SMI) présentent une volatilité d'environ 20%. Étant donné que l'action Swiss Estates AG est cotée mais rarement négociée, nous utilisons la moyenne entre la volatilité d'une action cotée liquide (20%) et la limite inférieure de la fourchette applicable aux entreprises non cotées (50%), ce qui aboutit à une volatilité de 35%.¹¹ La décote sur la base de ce modèle d'option de vente est de 13.7%, tant pour les actions ordinaires que pour les bons de participation au porteur. La même décote est appliquée pour les actions à droit de vote privilégié.

Hypothèses Black Scholes		Actions ordinaires	Bons de participation au porteur
Cours de l'action	S	1.70	1.95
Prix d'exercice	K	1.70	1.95
Durée résiduelle	t	1	1
Taux d'intérêt sans risque	r	0.3%	0.3%
Volatilité	v	35%	35%
Valeur de l'option de vente	P	0.23	0.27
Décote		13.7%	13.7%

4 Ajustement des valeurs à la date du bilan pour obtenir les valeurs à la date de référence de l'évaluation

Notre calcul de l'ANAV est basé sur les bilans au 31 décembre 2025. Celle-ci reste valable à la date de l'évaluation, car selon la direction, il n'y a pas eu entre la date du bilan et la date de référence de l'évaluation d'événements susceptibles de modifier de manière significative les valeurs au bilan, à l'exception de l'augmentation de capital déjà discutée et prise en compte. Pour déterminer l'ANAV à la date de référence de l'évaluation, l'ANAV au 31 décembre 2025 est capitalisée à l'aide d'un WACC de 5.0%¹² pour obtenir la valeur à la date de référence de l'évaluation du 30 juin 2026.

⁸Cheridito Y., Schneller T. (2008): Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung.

⁹David Chaffe (1993), «Option Pricing as a Proxy for Discount for Lack of Marketability in Private Company Valuations», Business Valuation Review, 12, 4:182–188.

¹⁰Elmore (2017): Determining the Discount for Lack of Marketability with Put Option Pricing Models in View of the Section 2704 Proposed Regulations, in: Insights / Winter 2017.

¹¹Voir également IFBC (2018): Fairness Opinion Qino AG, S. 22.

¹²Cf. annexe pour le calcul du WACC.

en millions de CHF	RPC (POC)	DCF
NAV Swiss Estates AG au 31.12.2025	57.0	57.0
Participation dans Kolumbus Immobilien AG (10%) au 31.12.2025	(4.5)	(4.5)
NAV Kolumbus Immobilien AG au 31.12.2025	24.0	36.2
Total NAV au 31.12.2025	76.6	88.7
① Valeur actuelle des frais administratifs attendus de Swiss Estates AG	(24.0)	(24.0)
① Valeur actuelle des frais administratifs attendus de Kolumbus Immobilien AG	(38.1)	(38.1)
② Ajustement pour impôts différés	-	-
ANAV au 31.12.2025 avant décote d'illiquidité	14.4	26.6
③ Décote d'illiquidité	-13.7%	-13.7%
ANAV au 31.12.2025 après décote d'illiquidité	12.5	23.0
④ Actualisation au moyen du WACC entre la date du bilan et la date de l'évaluation	5.0%	5.0%
ANAV au 30.06.2026	12.8	23.5

L'ANAV au 30 juin 2026 pour 100% du capital s'élève à CHF 12.8 millions si l'on évalue les immeubles en développement selon la méthode POC et à CHF 23.5 millions en tenant compte des évaluations immobilières basées sur le DCF.

TITRES EN CIRCULATION

Le capital émis de Swiss Estates AG se compose de 1'618'095 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 5.00 («actions ordinaires»), 91'400'500 actions à droit de vote privilégié d'une valeur nominale de CHF 0.50 et 2'862'210 bons de participation au porteur d'une valeur nominale de CHF 5.00. Le capital nominal émis de la société visée s'élève ainsi à un total de CHF 68.1 millions.

À la date de l'annonce préalable, Kolumbus Group détenait 89'650'500 actions à droit de vote privilégié de Swiss Estates AG. Cela correspond à 83.3% du capital-actions et à 96.4% des droits de vote. Swiss Estates détient en outre 279'050 actions propres et 499'281 bons de participation propres. Ces titres détenus par la société elle-même doivent être déduits du total des titres émis.

En outre, Swiss Estates AG a émis un emprunt obligataire convertible. Celui-ci ne peut être remboursé ou converti de manière anticipée que sous forme de bons de participation. Un remboursement en espèces est exclu contractuellement. Étant donné que tant une conversion anticipée qu'un remboursement à l'échéance conduisent à l'émission de nouveaux bons de participation au porteur, nous avons considéré, lors de la détermination du nombre de titres pertinents pour le calcul de la valeur, une conversion présumée de cet emprunt et avons pris en compte les nouveaux bons de participation au porteur à émettre.¹³ En revanche, nous n'avons pas pris en compte les intérêts sur les bons de participation à émettre dans le cadre de l'emprunt convertible, car une provision a été constituée au bilan pour ces bons. L'émission de ces bons de participation conduirait en même temps à la dissolution de la provision correspondante, ce qui entraînerait une augmentation des fonds propres. Étant donné que la valeur des fonds propres et le nombre de titres en circulation augmenteraient simultanément, il n'y aurait pas d'effet (significatif) de dilution.

¹³Ne pas prendre en compte cette nouvelle émission reviendrait à ignorer l'emprunt obligataire convertible. Cette variante a également été calculée à des fins de sensibilité. Il en résulterait, selon le scénario, une ANAV par action/BP supérieure de 2 ou 4 centimes.

Le tableau ci-dessous présente le calcul de la valeur des titres en circulation par catégorie.

Titres en circulation

	#Titre	Valeur nominale	Capital nominal	Part du capital
Actions à droit de vote privilégié émises	91'400'500	0.50	45'700'250	68.6%
Actions à droit de vote privilégié en circulation	91'400'500	0.50	45'700'250	68.6%
Actions ordinaires émises	1'618'095	5.00	8'090'475	12.1%
- actions propres (actions ordinaires)	(279'050)	5.00	(1'395'250)	-2.1%
Actions ordinaires en circulation	1'339'045	5.00	6'695'225	10.1%
Bons de participation	2'862'210	5.00	14'311'050	21.5%
- bons de participation propres	(499'281)	5.00	(2'496'405)	-3.7%
+ nouveaux BP résultant de l'emprunt convertible	479'040	5.00	2'395'200	3.6%
Bons de participation en circulation	2'841'969	5.00	14'209'845	21.3%

Pour déterminer l'ANAV par action ou bon de participation, l'ANAV est répartie proportionnellement entre les différentes catégories de titres et divisée par le nombre de titres en circulation. Nous appliquons à cet effet une pondération des différentes catégories basée sur la valeur nominale. Il ne justifie pas, du point de vue la technique d'évaluation, de faire une distinction importante entre les actions nominatives et les bons de participation. Par définition, les actions nominatives se distinguent des bons de participation en ce sens que les premières comportent le droit de vote, au contraire des secondes. Une éventuelle différence de valeur se justifierait donc en premier lieu par la valeur du droit de vote. Dans le cas d'espèce, où l'offrant dispose déjà de plus de 90% des droits de vote et a ainsi le contrôle de l'entreprise visée, la valeur d'un droit de vote individuel en mains du public devrait être marginale et tendre vers zéro.

Au vu de ce qui précède et compte tenu de la situation initiale spécifique, il apparaît donc raisonnable et adéquat que les actions nominatives et les bons de participation soient traités sur un pied d'égalité lors de la répartition de l'ANAV entre les différentes catégories de titres sur la base de la part de capital qu'elles représentent.

DÉTERMINATION DE L'ANAV PAR ACTION/BP

Le tableau ci-dessous montre la répartition de l'ANAV entre les différentes catégories de titres ainsi que l'ANAV par action ou bon de participation au porteur, obtenu en divisant l'ANAV par le nombre de titres en circulation de la catégorie respective.

ANAV par action/BP

	#Titre	Part du capital	ANAV [en millions de CHF]		ANAV/titre [en CHF]	
			RPC (POC)	DCF	RPC (POC)	DCF
Actions à droit de vote privilégié	91'400'500	68.6%	8.8	16.1	0.10	0.18
Actions ordinaires	1'339'045	10.1%	1.3	2.4	0.96	1.77
Bons de participation	2'841'969	21.3%	2.7	5.0	0.96	1.77

Si l'on estime les immeubles en développement au moyen de la méthode POC, l'ANAV par action ordinaire/BP s'élève à **CHF 0.96**, respectivement à **CHF 0.10** par action à droit de vote privilégié. Si on les estime au moyen de la méthode DCF, l'ANAV par action ordinaire/BP s'élève à **CHF 1.77**, respectivement à **CHF 0.18** par action à droit de vote privilégié.

ANALYSE DE SENSIBILITÉ

Lors du calcul de l'ANAV par action ou par BP, il a fallu formuler diverses hypothèses qui ont une incidence sur les résultats obtenus. Deux des principaux facteurs d'accroissement de valeur sont les hypothèses relatives aux frais administratifs attendus ainsi que la décote d'illiquidité appliquée. L'analyse de sensibilité de ces deux facteurs montre la solidité de l'évaluation en cas de modification de ces variables. En outre, l'analyse de sensibilité aboutit à une fourchette de valeurs réaliste.

Les tableaux ci-après montrent la sensibilité de l'ANAV par action ordinaire/BP en cas de modification des hypothèses d'évaluation respectives, pour les deux variantes d'évaluation des immeubles en développement.

Les tableaux montrent les sensibilités des actions ordinaires et des bons de participation, dont la valeur est identique. Les sensibilités des actions à droit de vote privilégié suivent le même schéma, mais sont dix fois plus faibles en raison de leur valeur nominale, qui est dix fois inférieure.

Analyse de sensibilité RPC (POC)

Modification de la valeur actuelle des frais administratifs de la société						
Décote pour illiquidité		10.0%	5.0%	-	-5.0%	-10.0%
	-5.0%	0.60	0.83	1.06	1.28	1.51
	-10.0%	0.57	0.78	1.00	1.21	1.43
	-13.7%	0.55	0.75	0.96	1.16	1.37
	-20.0%	0.51	0.70	0.89	1.08	1.27
	-25.0%	0.47	0.65	0.83	1.01	1.19

Analyse de sensibilité DCF

Modification de la valeur actuelle des frais administratifs de la société						
Décote pour illiquidité		10.0%	5.0%	-	-5.0%	-10.0%
	-5.0%	1.49	1.72	1.94	2.17	2.40
	-10.0%	1.41	1.63	1.84	2.06	2.27
	-13.7%	1.35	1.56	1.77	1.97	2.18
	-20.0%	1.26	1.45	1.64	1.83	2.02
	-25.0%	1.18	1.36	1.54	1.71	1.89

En tenant compte des analyses de sensibilité, il en résulte une fourchette de l'ANAV par action ordinaire/BP de Swiss Estates AG de **CHF 0.70 à CHF 1.21 pour la variante RPC (POC)**, et de **CHF 1.45 à CHF 2.06 pour la variante DCF**.

Analyse d'entreprises comparables (trading multiples)

TRADING MULTIPLES

Pour vérifier la plausibilité de l'ANAV, nous prenons également en compte les *trading multiples* NAV d'entreprises comparables. Des sociétés immobilières suisses cotées en bourse ont été sélectionnées et regroupées dans un *Peer Group*. Seules les sociétés actives dans le secteur immobilier et dont les actions présentent une liquidité suffisante ont été prises en compte. Par conséquent, les données de marché relatives à ces sociétés doivent être considérées comme pertinentes du point de vue de la technique d'évaluation.

Pour déterminer les *trading multiples*, les NAV par action des entreprises comparables au 31 décembre 2025 ont été calculées et comparées aux cours de l'action respectifs au même moment.¹⁴ La médiane des multiples du *Peer Group* ainsi calculés ainsi que la valeur la plus élevée et la plus basse sont utilisées pour déterminer la valeur des fonds propres de Swiss Estates AG. Dans ce cadre, le *multiple* est multiplié par la NAV de Swiss Estates. Comme pour l'évaluation ANAV, une décote d'illiquidité de 13.7% est appliquée et la valeur des fonds propres qui en résulte est actualisée à la date d'évaluation. Le minimum et le maximum définissent la fourchette de valeurs possible.

en millions de CHF	Min.	Médiane	Max.
Total NAV (RPC/POC)	76.6	76.6	76.6
impôts différés Swiss Estates AG	6.6	6.6	6.6
impôts différés Kolumbus Immobilien AG	7.1	7.1	7.1
NAV avant impôts différés	90.2	90.2	90.2
Multiple NAV (avant impôts différés)	0.93	1.13	1.19
Valeur des fonds propres au 31.12.2025	83.7	102.1	107.4
Décote d'illiquidité	-13.7%	-13.7%	-13.7%
Valeur des fonds propres au 31.12.2025 après décote d'illiquidité	72.2	88.1	92.7
Capitalisation au WACC de la date du bilan à la date d'évaluation	5.0%	5.0%	5.0%
Valeur des fonds propres au 30.06.2026	74.0	90.3	94.9

¹⁴Un *multiple* NAV peut en principe être calculé avant ou après impôts différés. Comme le calcul des impôts différés peut varier au cas par cas, l'utilisation de multiples NAV avant impôts différés offre une meilleure comparabilité. Les calculs de sensibilité montrent cependant que même si le calcul est effectué après impôts différés, les résultats évoluent de moins de 5% et conduisent donc à la même conclusion. Pour des raisons de clarté, nous renonçons à une représentation de cette variante.

Analyse d'entreprises comparables (*trading multiples*)

Une pondération de valeur et une division par le nombre de titres en circulation par catégorie donnent la valeur par action ou bon de participation. La fourchette de valeurs des actions ordinaires et des bons de participation s'étend de à CHF 5.55 à CHF 7.13, avec une médiane de CHF 6.78. Pour les actions à droit de vote privilégié, la médiane est de CHF 0.68 et la fourchette s'étend de CHF 0.56 à CHF 0.71.

ANAV par action/BP

	#Titre	Valeur nominale	Part du capital	ANAV/titre [en CHF]		
				Min.	Médiane	Max.
Actions à droit de vote privilégié	91'400'500	0.50	68.6%	0.56	0.68	0.71
Actions ordinaires	1'339'045	5.00	10.1%	5.55	6.78	7.13
Bons de participation	2'841'969	5.00	21.3%	5.55	6.78	7.13

Les résultats de l'analyse à l'aide de *multiples* sont significativement supérieurs aux résultats principaux calculés à l'aide de la méthode ANAV. Ce phénomène n'est toutefois pas inhabituel pour les petites sociétés immobilières non liquides et peut être attribué aux différences significatives entre les entreprises comparables et Swiss Estates AG:

- En particulier, les entreprises comparables sont beaucoup plus grandes et disposent de portefeuilles immobiliers beaucoup plus volumineux que Swiss Estates. La taille de ces entreprises génère des économies d'échelle, notamment en ce qui concerne les frais administratifs, qui se répartissent sur une base d'actifs plus large. Par conséquent, l'impact négatif de ces frais sur l'évaluation est moindre.
- De plus, les éventuels effets de diversification d'un portefeuille plus important sont moins marqués pour les petites entreprises telles que Swiss Estates que pour les entreprises comparables de plus grande taille.
- De plus, les entreprises du *Peer Group* ne sont pas entièrement comparables en termes de gamme de produits et de profil d'activité, ce qui peut influencer le niveau des *multiples* .

Malgré une sélection des meilleures entreprises comparables possibles, la situation spécifique de Swiss Estates AG n'est donc que partiellement comparable à celle des entreprises du *Peer Group*. Par conséquent, la pertinence de l'analyse à l'aide des multiples est en fin de compte très limitée.

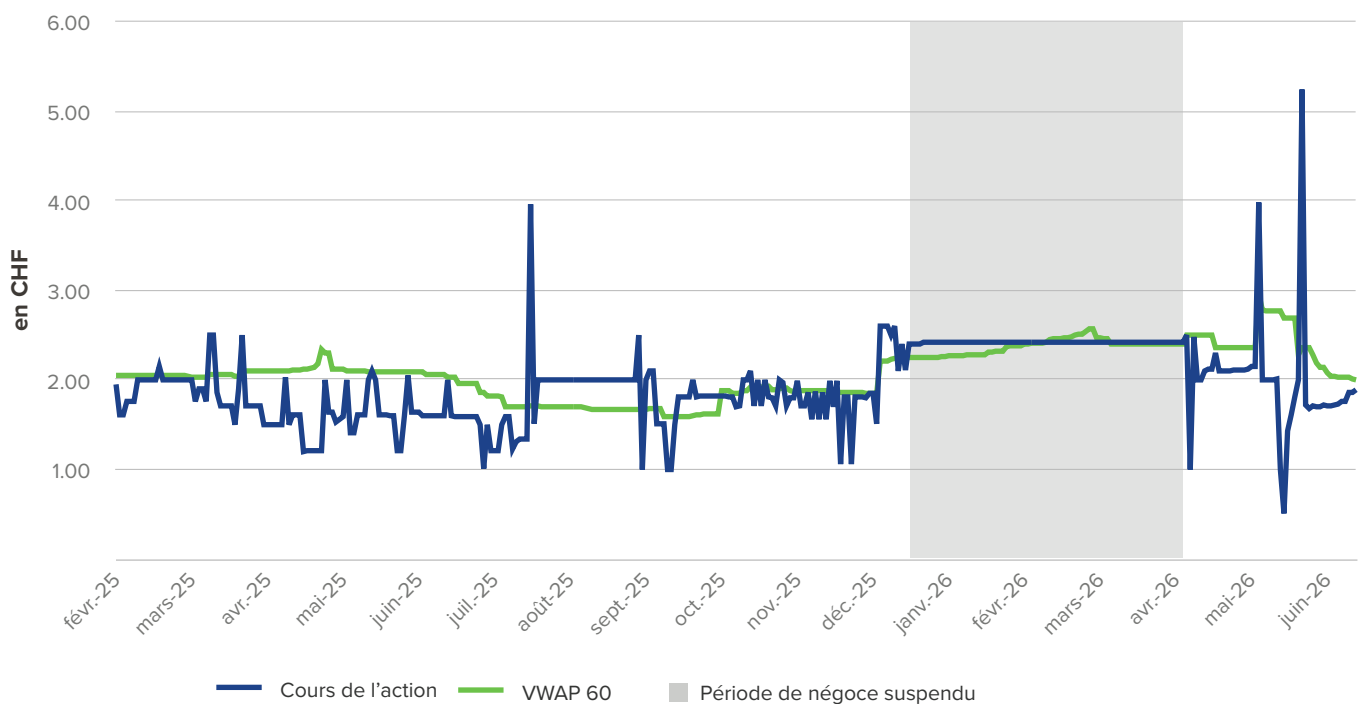
Analyse du cours boursier

COURS BOURSIER

Au 30 juin 2026, l'entreprise disposait de 1'618'095 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 5.00 («actions ordinaires»), de 91'400'500 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0.50 («actions à droit de vote privilégié»)

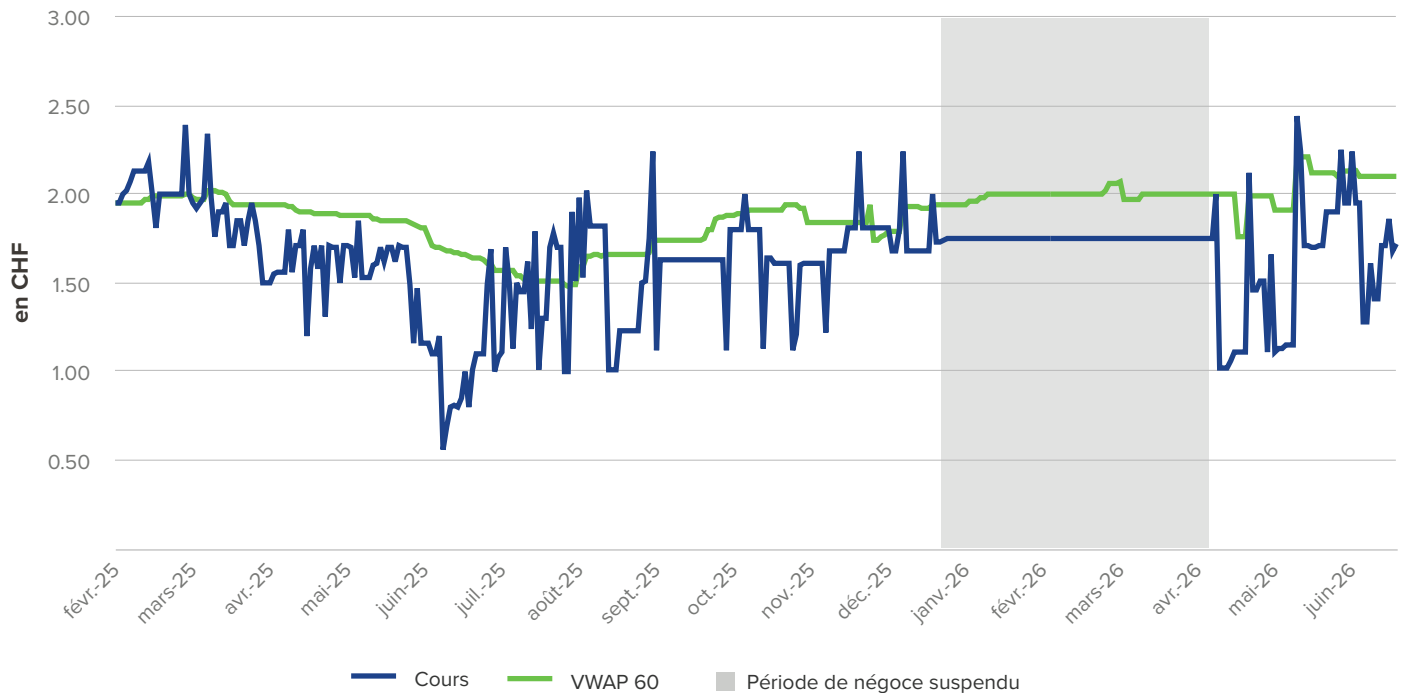
ainsi que de 2'862'210 bons de participation au porteur d'une valeur nominale de CHF 5.00. Tant les actions ordinaires que les bons de participation au porteur sont cotés à la BX Swiss et les bons de participation au porteur à la Bourse de Düsseldorf.

Cours de l'action et VWAP 60 de l'action ordinaire



Source: Analyse Oaklins, données de BX Suisse et Bourse de Düsseldorf

Cours et VWAP 60 des bons de participation au porteur



Source: Analyse Oaklins, données de BX Suisse et Bourse de Düsseldorf

- Le cours boursier des actions ordinaires et des bons de participation (BX Swiss) de Swiss Estates AG ainsi que le cours moyen pondéré en fonction du volume des 60 derniers jours de bourse («VWAP 60») des deux titres sont illustrés ci-dessus.
- Entre le 30 décembre 2025 et le 14 avril 2026, le négoce de la société visée à la BX Swiss a été suspendu. Par conséquent, aucune donnée de marché n'est disponible pour cette période. À titre d'illustration, nous nous sommes fondés pour cette période sur le cours de clôture au 29 décembre 2025 et avons étendu la période d'observation de quatre mois en amont, jusqu'en février 2025.
- Au cours des douze derniers mois précédant l'annonce préalable, le cours de l'action a le plus souvent oscillé entre CHF 1.50 et CHF 2.50, avec quelques écarts à court terme à la fois vers le haut et vers le bas (valeur maximale: CHF 5.24; valeur minimale: CHF 0.51).
- Durant la même période, le cours des bons de participation au porteur a fluctué entre une valeur minimale de CHF 0.56 et une valeur maximale de CHF 2.44.
- Le cours de clôture des actions ordinaires le jour précédant l'annonce préalable était de CHF 1.70 (9 juin 2026).
- Avant l'annonce préalable, le VWAP 60 des actions ordinaires était de CHF 2.19.
- Le cours de clôture des bons de participation au porteur le jour précédant l'annonce préalable était de CHF 1.95 (9 juin 2026; BX Swiss).
- Avant l'annonce préalable, le VWAP 60 des bons de participation au porteur était de CHF 2.13.
- Le cours de clôture des bons de participation négociés à la Bourse de Düsseldorf s'élevait à EUR 1.70 ou CHF 1.57 le jour précédant l'annonce préalable et le VWAP 60 s'élevait à EUR 1.66 ou CHF 1.54.

ANALYSE DE LA LIQUIDITÉ

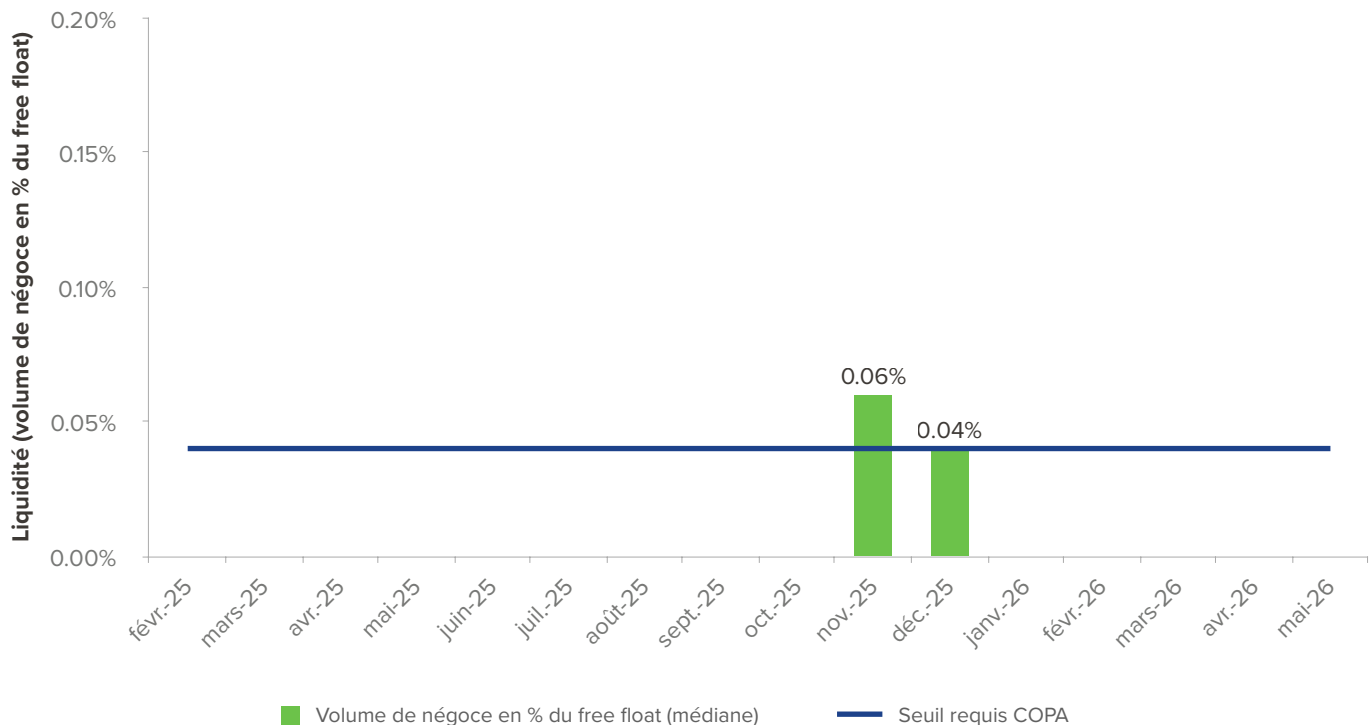
Selon le droit des OPA en vigueur, les actions d'entreprises qui ne sont pas cotées dans le Swiss Leader Index («SLI») sont considérées comme liquides si la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0.04% de la fraction librement négociable du titre de participation (free float) pendant au moins dix des douze mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable.

Les diagrammes ci-dessous montrent les volumes de négoce en pourcentage du free float (médiane mensuelle) des actions ordinaires ainsi que des bons de participation au porteur au cours des douze derniers mois complets précédant l'annonce préalable. En raison de la suspension susmentionnée du négoce des actions ordinaires et des bons de participation au porteur, les mois de janvier à avril 2026 ne sont pas considérés comme des mois complets. La période d'observation a donc été prolongée jusqu'en février 2025.

Au cours des douze derniers mois complets précédant l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume de négoce des actions ordinaires en pourcentage du free float n'a dépassé le seuil de 0.04% qu'au cours d'un seul mois. Selon cette même méthode de calcul, ce seuil n'a jamais été dépassé pour les bons de participation au porteur. Si la période d'observation est prolongée d'une durée correspondant à la suspension du négoce, les bons de participation au porteur dépassent le seuil pendant un mois. Ainsi, l'analyse de la liquidité montre que les titres de participation de Swiss Estates AG sont illiquides au sens de la définition de la Commission des OPA.

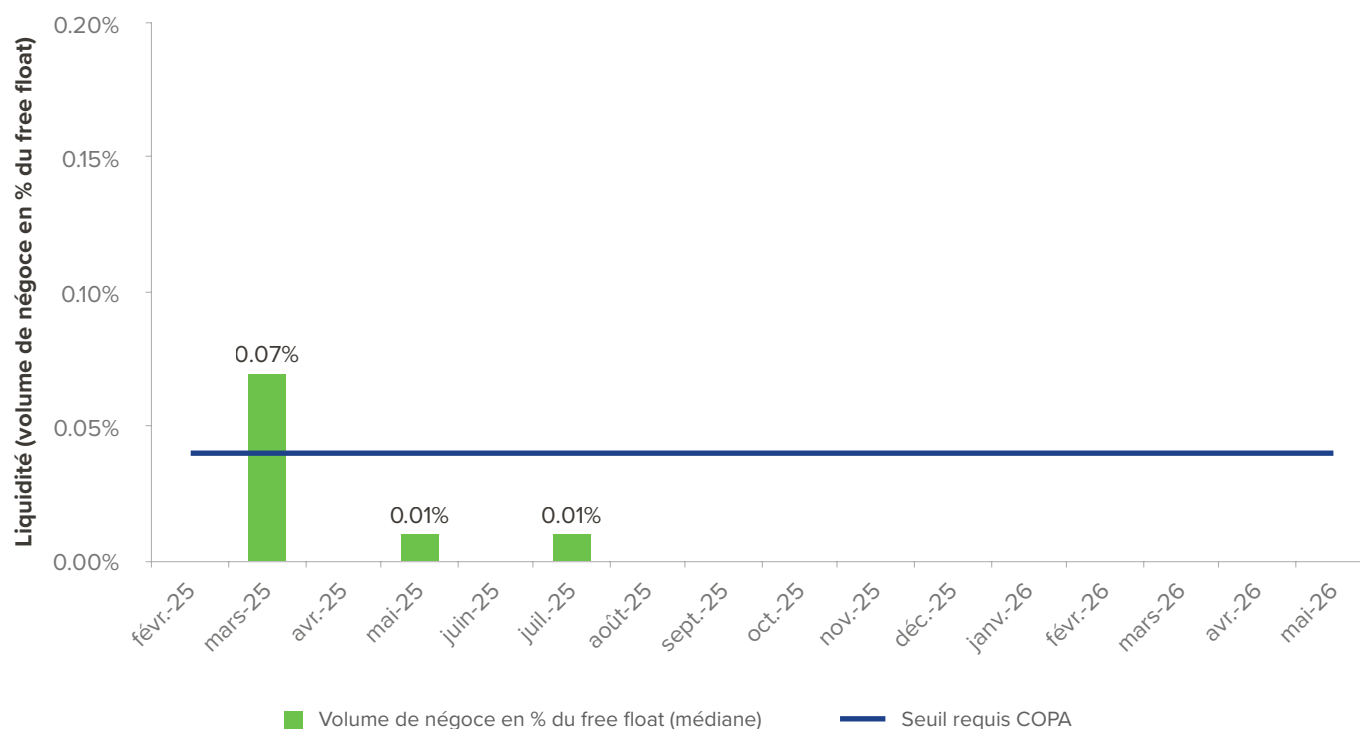
Le faible volume de négoce peut entraîner une distorsion du cours de l'action, dans la mesure où les informations actuelles et pertinentes ne s'y reflètent pas nécessairement de manière immédiate. Le cours des actions ordinaires Swiss Estates ainsi que celui des bons de participation au porteur n'ont donc qu'une pertinence restreinte pour évaluer l'adéquation financière de l'offre.

Analyse de la liquidité des actions ordinaires



Source: Analyse Oaklins, données de BX Swiss

Analyse de la liquidité des bons de participation au porteur



Source: Analyse Oaklins, données de BX Swiss et Bourse de Düsseldorf

Les actions ordinaires ainsi que les bons de participation au porteur de Swiss Estates AG sont considérées comme illiquides au sens de la définition de la COPA. Pour cette raison, les cours n'ont qu'une importance secondaire dans l'évaluation de la présente offre.



Evaluation des alternatives pour les actionnaires publics

VENTE DES TITRES EN BOURSE

La vente des actions ordinaires et des bons de participation au porteur en bourse serait généralement considérée comme une alternative réaliste à l'acceptation de l'offre de Kolm Group AG. Un investisseur raisonnable choisira cette option si le produit net de la vente en bourse est supérieur au prix offert. En d'autres termes, ce ne sera le cas que si le cours est supérieur au prix offert à la fin de la période d'offre. Le jour précédant l'annonce préalable, le cours de clôture de l'action ordinaire était de CHF 1.70 et le cours de clôture des bons de participation au porteur de CHF 1.95. Ainsi, les deux cours étaient inférieurs au prix offert de CHF 3.00 par action ordinaire, respectivement CHF 3.00 par bon de participation.

Il n'est pas possible de prévoir les cours jusqu'à la fin de la période d'offre. Cependant, il est peu probable que les cours dépassent nettement le prix offert, car cela signifierait que certains investisseurs seraient prêts à acheter les titres pour un prix supérieur au prix offert.

En outre, en raison de l'illiquidité des titres, on peut partir du principe que la vente d'un grand nombre de titres en bourse aurait une influence négative sur les cours. Par conséquent, contrairement à l'offre de Kolm Group AG, qui porte sur toutes les actions ou bons de participation au porteur en mains du public, une vente en bourse ne garantirait pas un prix fixe pour tous les titres en circulation.

REFUS DE L'OFFRE

Les détenteurs d'actions ou de bons de participation au porteur pourraient refuser l'offre. Un investisseur le ferait s'il s'attendait à ce que le cours boursier dépasse le prix de l'offre dans un avenir proche, s'il avait l'intention de bloquer l'offre ou s'il s'attendait à une meilleure offre à l'avenir.

Il faut partir du principe que la liquidité des actions et des bons de participation au porteur déjà illiquides diminuera encore en raison de la réduction de la fraction librement négociable résultant de l'acceptation de l'offre par certains actionnaires et détenteurs de bons de participation. Une réduction de la

décote d'illiquidité, et partant une hausse du cours de l'action, paraissent ainsi peu probables.

L'offrant détient déjà 96.4% des droits de vote à la date de l'annonce préalable. Lorsque l'offrant détient au moins 90% des parts de la société transférante assorties d'un droit de vote, il peut obtenir la fusion avec la société visée (art. 18, al. 5, LFus). Si l'offrant détient, à l'expiration de l'offre, plus de 98 % des droits de vote de la société visée, il peut faire annuler les titres de participation restants (art. 137 LIMF). Dans les deux cas, il est peu probable qu'un actionnaire obtienne un prix supérieur au prix offert.

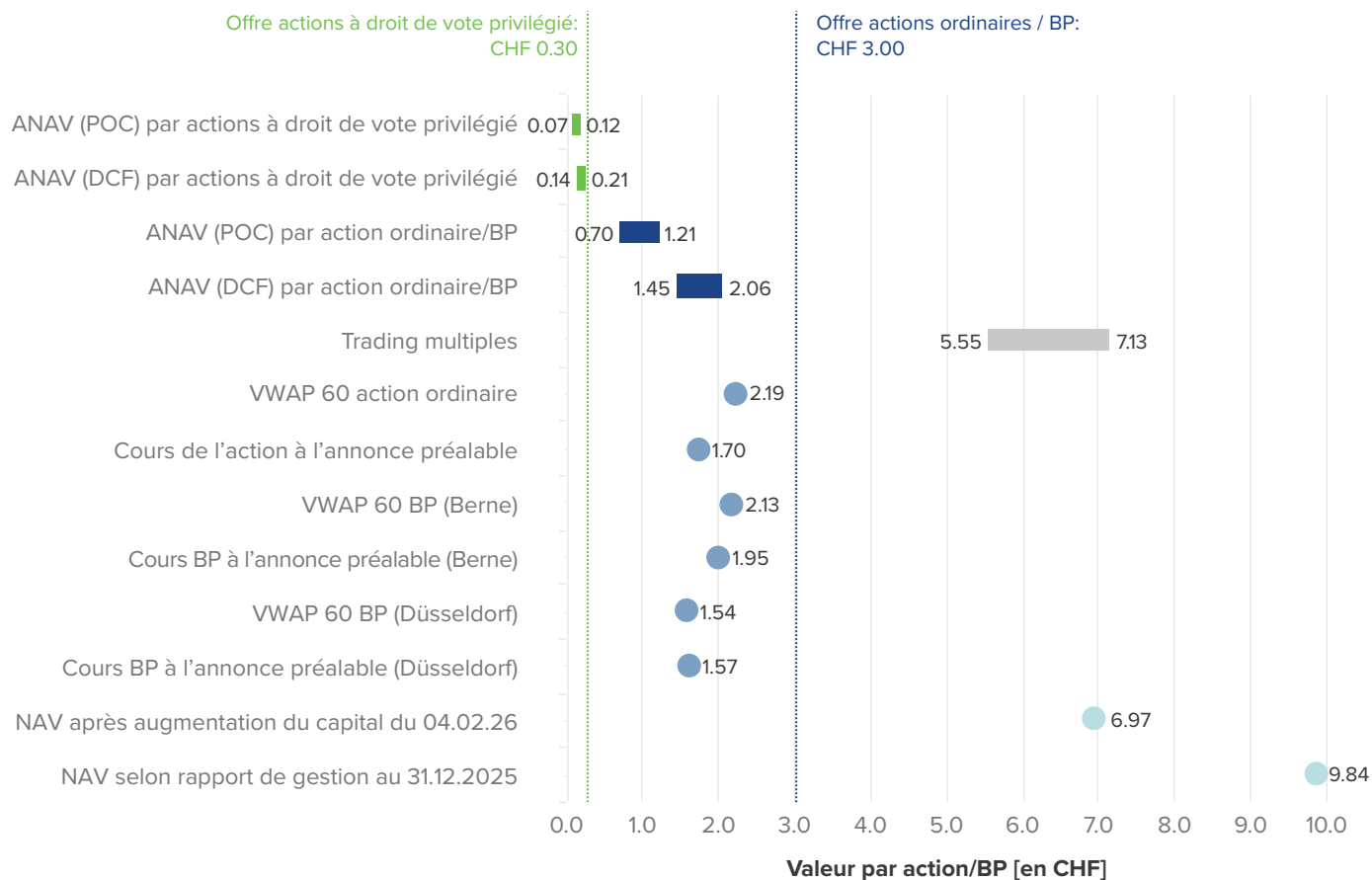
En outre, une récente assemblée générale de Swiss Estates AG a approuvé la décotation des actions ordinaires de BX Swiss ainsi que des bons de participation au porteur de BX Swiss et de la Bourse de Düsseldorf. Elle a chargé le conseil d'administration de mettre en œuvre cette décision et de prendre les mesures nécessaires à la décotation. Il est probable que la décotation envisagée entraînera une pression à la vente qui conduira vraisemblablement à une nouvelle baisse des cours plutôt qu'à une hausse, laquelle serait pourtant nécessaire pour rendre cette alternative suffisamment attractive pour un actionnaire minoritaire.

LIQUIDATION

Un autre scénario serait la liquidation de Swiss Estates AG. Cependant, du point de vue des actionnaires minoritaires qui doivent décider de l'acceptation ou du rejet de l'offre existante, il ne s'agit pas d'une alternative qu'ils pourraient activement chercher à obtenir. Comme l'actionnaire majoritaire dominant contrôle plus de 90% de l'entreprise, aucun des actionnaires minoritaires ne serait en mesure de provoquer la liquidation de celle-ci.

Résumé et conclusion

Synthèse de l'évaluation



Le graphique résume les résultats de notre analyse d'évaluation ainsi que d'autres points de référence. Oaklins fonde ses conclusions sur les considérations et constatations suivantes:

- L'offre de Kolumbus Group AG s'élève à CHF 3.00 par action ordinaire, CHF 0.30 par action à droit de vote privilégié et CHF 3.00 par bon de participation au porteur.
- L'offre de CHF 3.00 par action nominative correspond à une prime de 76.5% sur le cours de clôture avant l'annonce préalable de CHF 1.70 et à une prime de 36.7% sur le VWAP 60 au moment de l'annonce préalable de CHF 2.19.
- L'offre de CHF 3.00 par bon de participation au porteur correspond à une prime de 53.8% sur le cours de clôture avant l'annonce préalable de CHF 1.95 et à une prime de 40.6% sur le VWAP 60 au moment de l'annonce préalable de CHF 2.13.
- L'action de Swiss Estates AG est illiquide selon la définition du droit suisse des OPA. Pour cette raison, la comparaison avec le cours de l'action n'est que partiellement pertinente.
- Sur la base de notre méthode d'évaluation principale, la méthode de l'Adjusted Net Asset Value (ANAV), la valeur d'une action ordinaire ou d'un bon de participation au porteur de Swiss Estates AG se situe entre CHF 0.70 et CHF 1.21 si l'on estime les immeubles en développement selon la méthode POC et entre CHF 1.45 et CHF 2.06 si on les estime selon la méthode DCF.
- Les fourchettes de valeur des actions à droit de vote privilégié sont 10 fois plus faibles et s'étendent de CHF 0.07 à CHF 0.12, respectivement de CHF 0.14 à CHF 0.21.
- Les prix offerts pour les actions et les bons de participation au porteur sont étayés par les fourchettes de valeurs correspondantes, en tenant compte des limites respectives des méthodes d'évaluation appliquées.
- L'évaluation à l'aide de *multiples* NAV aboutit à une fourchette de valeur de CHF 5.55 à CHF 7.13. Bien que les entreprises comparables aient été sélectionnées avec soin, nous estimons que la pertinence des *trading multiples* est très limitée dans ce cas, car la taille, le modèle d'affaires et l'orientation stratégique des entreprises de comparaison divergent parfois fortement de la situation spécifique de Swiss Estates AG et ne la reflètent pas de manière appropriée.
- Une analyse des alternatives possibles à l'acceptation de l'offre pour les actionnaires publics a montré qu'aucune des alternatives examinées (vente en bourse, rejet de l'offre et liquidation) ne justifierait impérativement une offre plus élevée.

Sur la base de nos analyses, nous estimons que l'offre publique d'acquisition de Kolumbus Group AG d'un montant de CHF 3.00 par action ordinaire, de CHF 0.30 par action à droit de vote privilégié et de CHF 3.00 par bon de participation au porteur de Swiss Estates AG est adéquate et équitable d'un point de vue financier pour chacune des catégories de titres.



DR. DANIEL SPRING, CFA
Associé



DR. JÜRIG STUCKER, CFA
Associé



TABLE DES ABRÉVIATIONS

AG (SA)	Aktiengesellschaft (société anonyme)	DCF	Discounted Cashflow
al.	alinéa	EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
ANAV	Adjusted Net Asset Value	GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
art.	article	LFus	Loi sur la fusion
BNS	Banque nationale suisse	LIMF	Loi sur l'infrastructure des marchés financiers
BP	bon(s) de participation	n/m	non pertinent
BX Swiss	Bourse suisse BX Swiss	NAV	Net Asset Value
CBRE	CBRE Group, Inc.	OOPA	Ordonnance sur les OPA
CEO	Chief Executive Officer	POC	Percentage of Completion
CFA	Chartered Financial Analyst	RPC	Recommandations relatives à la présentation des comptes
CH	Suisse	SLI	Swiss Leader Index
CHF	francs suisses	SMI	Swiss Market Index
CIFI	CIFI SA	VWAP	Volume Weighted Average Price
CO	Code des obligations	WACC	Weighted Average Cost of Capital
COPA	Commission des OPA		

PORTEFEUILLE IMMOBILIER

Swiss Estates AG

LOCALITÉ	RUE	TYPE	CLASSIFICATION	VALEUR COMPTABLE CO	VALEUR COMPTABLE RPC	VALEUR DCF
Arbon	Egnacherstrasse 69-79	Résidentiel	Immeuble de rendement	15'658	13'852	13'852
Granges	Bahnhofstrasse 31, 33, 35, 39	Résidentiel/ commercial	Immeuble de rendement	12'550	11'242	11'242
Granges	Centralstr. 45	Résidentiel/ commercial	Immeuble de rendement		1'673	1'673
Granges	Bettlachstrasse 34, 36, Kapellstr. 3	Résidentiel/ commercial	Immeuble de rendement	5'000	6'177	6'177
Herzogenbuchsee	Lagerstrasse 18	Résidentiel	Immeuble de rendement	1'200	1'540	1'540
Herzogenbuchsee	Lagerstrasse 41	Commercial	Immeuble de rendement	3'700	3'706	3'706
Istighofen	Buhwilerstrasse 21	Résidentiel	Immeuble de rendement	935	2'032	2'032
Krauchthal	Eichmatt 2-8 (pairs), 18-24 (pairs)	Résidentiel	Immeuble de rendement	2'321	3'061	3'061
Matzingen	Juchstrasse 13, 15, 17	Résidentiel	Immeuble de rendement	1'325	5'160	5'160
Oberbipp	Oltenstrasse 10b-10e	Résidentiel	Immeuble de rendement	1'930	1'999	1'999
Oberengstringen	Rebbergstrasse 74	Résidentiel	Immeuble de rendement	630	2'634	2'634
Ostermundigen	Schiessplatzweg 16, 18, 24-30 (pairs)	Résidentiel	Immeuble de rendement	13'451	21'053	21'053
Prilly	Route du Mont 1-3	Résidentiel	Immeuble de rendement	24'582	28'971	28'971
Zurich	Rautistr. 10, 10a, 10b	Résidentiel	Immeuble de rendement	11'400	23'589	23'589
Zurich	Regensbergstrasse 92	Résidentiel	Immeuble de rendement	682	3'867	3'867
Total Swiss Estates AG				95'364	130'556	130'556

SE Rheintal AG

LOCALITÉ	RUE	TYPE	CLASSIFICATION	VALEUR COMPTABLE CO	VALEUR COMPTABLE RPC	VALEUR DCF
Rüthi SG	Büchelstrasse 8, 8a, 8b	Résidentiel	Immeuble de rendement	15'222	20'432	20'432
Total SE Rheintal AG				15'222	20'432	20'432

Kolumbus Immobilien AG

LOCALITÉ	RUE	TYPE	CLASSIFICATION	VALEUR COMPTABLE CO	VALEUR COMPTABLE RPC	VALEUR DCF
Lauterbrunnen	Chalet Sandra	Logement de vacances	Immeuble de rendement	283	660	660
Langenthal	Thunstettenstrasse 54	Résidentiel	Immeuble de rendement	267	335	335
Langenthal	Thunstettenstrasse 54	Résidentiel	Immeuble de rendement	267	335	335
Berne	Waldhöhweg 1	Résidentiel	Immeuble de rendement	15'351	24'752	24'752
Brügg	Brachmattstrasse 11b, 11c	Résidentiel/commercial	Immeuble de rendement	394	415	415
Kehrsatz	Bernstrasse 67	Résidentiel	Immeuble de rendement	513	690	690
Zuchwil	Hauptstrasse 55	Commercial	Immeuble de rendement	10'603	19'768	19'768
Ittigen	Talweg 17	Commercial	Immeuble de rendement	3'795	3'831	3'831
Wünnewil-Flamatt	Bernstrasse	Résidentiel	Immeuble de rendement en construction	157	1'671	1'671
Steffisburg	Bernstrasse 130	Commercial	Immeuble de rendement en construction	1'773	8'126	8'126
Wynau	Bernstr. 50	Résidentiel	Immeuble de rendement en construction	2'463	2'463	2'463
Total Kolumbus Immobilien AG (immeubles de rendement)				35'865	63'046	63'046

Kolumbus Immobilien AG

LOCALITÉ	RUE	TYPE	CLASSIFICATION	VALEUR COMPTABLE CO	VALEUR COMPTABLE RPC	VALEUR DCF
Urtenen-Schönbühl	Finkenweg 4	Résidentiel	Développement	1'339	1'339	1'462
Wohlen b. Bern	Hofenstrasse 71a	Résidentiel	Développement	1'965	1'965	1'746
Selzach	Eichholzstrasse 7	Commercial	Développement	1'851	1'851	4'197
Kehrsatz	Gurtenstrasse 21	Résidentiel	Développement	3'664	3'664	3'978
Zollikofen	Rüttistrasse 2	Résidentiel/commercial	Développement	8'216	8'216	8'037
Lenk	Hahnenmoospass	Commercial	Développement	187	187	476
Urtenen-Schönbühl	Bubenlooweg 2	Résidentiel	Développement	1'083	1'083	1'150
Heimberg	Bernstrasse 310	Résidentiel	Développement	1'320	1'320	5'960
Uetendorf	Dorfstrasse 81	Résidentiel	Développement	66	66	644
Lyss	Aarbergstrasse 41	Résidentiel/commercial	Développement	2'077	2'077	2'019
Biberist	Bachstrasse 16, 16a, 16b	Résidentiel	Développement	8'763	8'763	7'544
Lyss	Hübeliweg 6	Résidentiel	Développement	401	401	5'694
Soleure	Dornacherstrasse 23, 27	Résidentiel	Développement	3'900	3'900	4'747
Hilterfingen- Hünibach	Alpenstrasse	Résidentiel	Développement	12'609	12'609	13'543
Schwarzenburg	Mühlegässli 25	Résidentiel	Développement	469	469	1'208
Rüttenen	Bergstrasse 68	Résidentiel	Développement	250	250	598
Total Kolumbus Immobilien AG (immeubles en développement)				48'160	48'160	63'003

Mubenspall SA

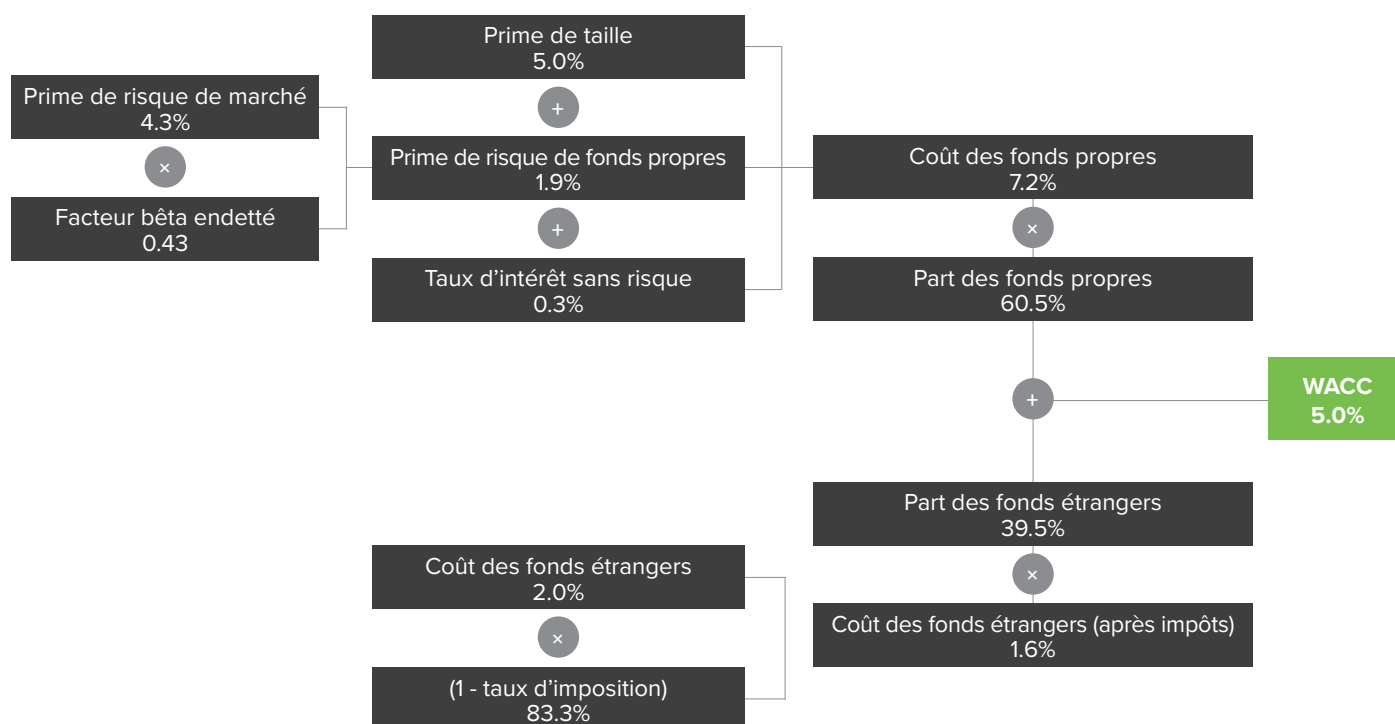
LOCALITÉ	RUE	TYPE	CLASSIFICATION	VALEUR COMPTABLE CO	VALEUR COMPTABLE RPC	VALEUR DCF
Solothurn	Dammstrasse 21	Résidentiel	Immeuble de rendement	9'231	21'472	21'472
Total Mubenspall SA				9'231	21'472	21'472

Portefeuille immobilier

	VALEUR COMPTABLE CO	VALEUR COMPTABLE RPC	VALEUR DCF
Groupe Swiss Estates	110'586	150'988	150'988
Groupe Kolumbus Immobilien	93'256	132'678	147'520
TOTAL GROUPE	203'842	283'666	298'508

Source: Swiss Estates AG
Montants en milliers de CHF

COÛT DU CAPITAL (WACC)



Paramètre

①	Taux d'intérêt sans risque	0.3%
②	Prime de risque de marché	4.3%
③	Facteur bêta apuré des dettes	0.28
	Facteur bêta endetté	0.43
④	Prime de taille	5.0%
Coût des fonds propres		7.2%
⑤	Coût des fonds étrangers	2.0%
⑥	Part des fonds propres	60.5%
⑥	Part des fonds étrangers	39.5%
⑦	Taux d'imposition	16.7%
WACC		5.0%

Source: CapitalIQ, Damodaran, Kroll, analyse Oaklins

- ① Nous estimons le rendement sans risque attendu sur la base des obligations fédérales suisses à 10 ans à la date de l'évaluation.
- ② Nous utilisons la dernière prime de risque implicite disponible pour la Suisse selon le Prof. A. Damodaran¹⁵. Celle-ci est déduite par rétrocalcul à partir des valorisations boursières et ajustée en fonction du risque spécifique au pays. Pour la Suisse, le risque spécifique au pays est nul.
- ③ Le facteur bêta apuré des dettes correspond à la médiane des bêtas d'entreprises comparables. Ceux-ci sont déterminés au moyen d'une régression des rendements mensuels des cinq dernières années sur l'indice de référence. Le facteur bêta endetté est obtenu en réendettant le facteur bêta apuré des dettes sur la base de la structure cible du capital et du taux d'imposition correspondant.

$$\text{bêta endetté} = \text{bêta apuré des dettes} * (1 + (1 - \text{taux d'imposition}) \times \text{taux d'endettement}).$$
- ④ Prime de taille basée sur le «Valuation Handbook» de Kroll (anciennement Duff & Phelps).
- ⑤ Les coûts des fonds étrangers sont basés sur les taux d'intérêt actuels pour le financement de nouveaux projets immobiliers et peuvent être corroborés par les conditions de financement effectives de la société visée.
- ⑥ La structure du capital cible à long terme reflète la structure de financement usuelle dans la branche et est dérivée du *Peer Group*.
- ⑦ Correspond au taux d'imposition effectif attendu aux lieux de situation des immeubles.

¹⁵Le Professeur Aswath Damodaran est un professeur renommé de finance et d'évaluation d'entreprise à la Stern School of Business de l'Université de New York. Ses données régulièrement publiées sur les primes de risque de marché et d'autres informations de Corporate Finance sont devenues une norme dans la pratique d'évaluation.

GROUPE DE COMPARAISON: BÊTA, STRUCTURE

Entreprise	Indice de référence	Pays	Capitalisation boursière	Dettes financières ¹⁶	Part des dettes financières en %	Facteur bêta apuré des dettes ¹⁷
Allreal Holding AG	SMI	CH	3'509	2'675	43.3%	0.36
Fundamenta Real Estate AG	SMI	CH	573	586	50.6%	n/m
HIAG Immobilien Holding AG	SMI	CH	1'368	780	36.3%	0.20
Intershop Holding AG	SMI	CH	1'589	490	23.6%	0.28
Investis Holding SA	SMI	CH	1'946	626	24.3%	n/m
Mobimo Holding AG	SMI	CH	2'605	1'947	42.8%	0.28
Novavest Real Estate AG	SMI	CH	403	517	56.2%	n/m
Plazza AG	SMI	CH	898	328	26.7%	n/m
PSP Swiss Property AG	SMI	CH	6'720	3'539	34.5%	0.35
Swiss Prime Site AG	SMI	CH	10'687	5'869	35.4%	0.37
SF Urban Properties AG	SMI	CH	331	453	57.8%	0.14
Wartek Invest AG	SMI	CH	606	455	42.9%	n/m
25e percentile					28.7%	0.20
Médiane					39.5%	0.28
75e percentile					48.7%	0.36

Source: CapitalIQ, analyse Oaklins

n/m = non pertinent

Montants en millions de CHF

Capitalisation boursière et dettes financières au 30 juin 2026

¹⁶Fonds étrangers portant intérêt¹⁷Calcul par régression par rapport à l'indice de référence correspondant, sur la base des rendements mensuels observés sur une période de cinq ans. Seuls les bêtas statistiquement significatifs ont été pris en compte dans l'analyse (niveau de confiance de 95%).

GROUPE DE COMPARAISON: TRADING MULTIPLES NAV

Entreprise	FP/NAV après impôts différés	Actifs d'impôts différés	Passifs d'impôts différés	NAV avant impôts	Nombre d'actions en circulation	Cours de l'action	NAV/ action avant impôts différés	Cours/NAV avant impôts différés
	millions de CHF	millions de CHF	millions de CHF	millions de CHF	millions	CHF	CHF	
Allreal Holding AG	2'745.3	0.5	460.9	3'205.7	16.5	204.00	194.11	1.05x
Hiag Immobilien Holding AG	1'207.7	-	85.5	1'293.2	10.1	118.60	127.85	0.93x
Intershop Holding AG	1'097.1	0.1	176.4	1'273.3	9.2	164.40	138.14	1.19x
Investis Holding SA	1'454.0	-	174.5	1'628.5	12.8	144.50	127.64	1.13x
Mobimo Holding AG	2'106.7	0.2	298.9	2'405.4	7.4	366.00	323.16	1.13x
PSP Swiss Property AG	5'644.9	1.2	1'055.3	6'699.0	45.9	143.50	146.05	0.98x
Swiss Prime Site AG*	7'067.1	10.7	1'406.9	8'463.3	80.2	123.20	105.56	1.17x
Min	1'097.1	–	85.5	1'273.3	7.4	118.60	105.56	0.93x
Moyenne	3'046.1	1.8	522.6	3'566.9	26.0	180.60	166.07	1.08x
Médiane	2'106.7	0.2	298.9	2'405.4	12.8	144.50	138.14	1.13x
Max	7'067.1	10.7	1'406.9	8'463.3	80.2	366.00	323.16	1.19x

*Les segments Asset Management, Retail et Corporate & Shared Services sont pris en compte à la valeur comptable et non à la valeur de marché
Source: Capital IQ, analyse Oaklins, rapports de gestion des entreprises, État au 31 déc. 2025

Expertise du marché local. Dans le monde entier.

En tant qu'organisation mondiale présente au cœur des marchés locaux, nous offrons à nos clients un accès à des acheteurs, des vendeurs et des investisseurs dans le monde entier. Notre collaboration fructueuse depuis plusieurs décennies nous permet de mener à bien des transactions sur mesure qui répondent à vos attentes.



Oaklins est l'un des conseillers en M&A et en Corporate Finance les plus expérimentés au monde. Il compte plus de 900 spécialistes, répartis au sein d'équipes dédiées dans plus de 40 pays. Au cours des cinq dernières années, nous avons accompagné quelque 1'900 transactions.



Oaklins Switzerland SA
info@ch.oaklins.com
www.oaklins.com

Oaklins – Zurich, Berne, Bâle et plus de 60 autres sites dans le monde

Zurich

Lintheschergasse 15
8001 Zurich

T +41 44 268 45 35

Berne

Zeughausgasse 20
Case postale
3001 Berne

T +41 31 326 18 18

Bâle

Sternengasse 6
4051 Bâle

T +41 61 271 88 44

Mentions légales

Nos travaux se basent sur les documents et informations reçus dans le cadre du projet. En outre, nous avons utilisé des données du marché des capitaux ainsi que d'autres données de référence provenant de sources tierces. Nous partons du principe que tous les faits importants nous ont été communiqués et que les informations reçues sont correctes. Nous n'avons procédé à aucune vérification explicite ni à aucun travail d'audit. Nous avons établi le présent rapport de bonne foi, sur la base des documents mis à notre disposition, des informations qui nous ont été fournies et des données que nous avons nous-mêmes recueillies. Le présent rapport et son contenu ont été établis dans le but de l'évaluation susmentionnée et doivent également être utilisés dans ce contexte. Ils ne peuvent être transmis à des tiers sans notre accord préalable.

© 2026 Oaklins. Tous droits réservés.

Oaklins est le nom de marque commun d'entreprises indépendantes affiliées à Oaklins International Inc. Vous trouverez de plus amples informations à ce sujet sous www.oaklins.com/legal.