

G&P Fiduciaire SA

86 bis, route de Frontenex

case postale 6364 · CH-1211 Genève 6

tél. +41 22 807 24 00 · info@gpfiduciaire.ch

www.gpfiduciaire.ch



CMA Immobilier SA, Crans-Montana

Rapport d'estimation

12 juin 2018

Table des matières

1	Introduction et mandat	3
2	Travaux effectués et documents utilisés	3
3	Méthode d'évaluation	3
3.1	Méthode de la valeur intrinsèque	4
3.2	Méthode du cash flow actualisé (Discounted cash flow)	4
3.3	Valeur de rendement	4
3.4	Méthode dite des praticiens	4
3.5	La méthode des multiples de l'EBITDA	5
4	Application des méthodes	5
5	Restauration – valeur du fonds de commerce	5
6	Restauration – valeur de l'immobilier	6
7	Parking	7
8	Dettes	7
9	Valeur de CMA Immobilier SA	7
10	Comparaison avec la méthode des praticiens	8
11	Prise en compte des résultats 2017	8
12	Comptabilisation de moins-values comptables dans les comptes de CPI	8
13	Estimation du dommage subi par les communes	9
14	Estimation de la valeur du gage	9
15	Conclusions	10
	Annexe 1	11
	Annexe 2	12
	Annexe 3	13

1 Introduction et mandat

Le 5 décembre 2016, la société Remontées Mécaniques Crans Montana Aminona (CMA) SA (ci-après CMA) a augmenté son capital-actions de CHF 37'400'000 à CHF 87'400'000, sous la forme d'une augmentation ordinaire avec libération en espèces de CHF 50'000'000. Les nouvelles actions sont entièrement souscrites et libérées par l'actionnaire majoritaire de CMA, CPI Properties Group, Luxembourg (CPI).

Le même jour, CMA a acquis de CPI 378'743'000 actions (88.49%) de la société CMA Immobilier SA (ci-après CMAI) pour un prix de CHF 35'396'542.06.

A la demande des communes de Crans-Montana, Icogne et Lens (ci-après « les communes »), nous avons effectué les travaux suivants :

- Estimation de la valeur des actions de CMAI à la date d'acquisition, dans le cadre de la revue des opérations liées à l'augmentation de capital du 5 décembre 2016 de CMA SA et de l'acquisition par cette dernière des actions de CMAI ;
- Estimation du dommage subi par les communes en cas de surévaluation des actions CMAI ;
- Estimation de la valeur du gage (actions de CMA et de CMAI) donné aux communes.

2 Travaux effectués et documents utilisés

Nous avons effectué nos travaux sur la base des documents suivants :

1. Rapports annuels de CMA pour les exercices 2013/2014, 2014/2015, 2015/2016 et 2016 ;
2. Rapports annuels de CMAI pour les exercices 2014/2015 et 2015/2016 ;
3. Bilan, compte de résultat et annexes de CMAI au 31 décembre 2016 ;
4. Rapport annuel 2017 de CMA ;
5. Rapport annuel 2017 de CMAI ;
6. Rapports annuels 2016 et 2017 de CPI.

Compte tenu de la documentation limitée à disposition (absence de comptabilité analytique d'exploitation, d'une analyse des marges par secteurs et d'autres données extra-comptables), cette estimation ne constitue pas une valorisation définitive de CMAI. Nous estimons néanmoins qu'elle constitue une indication raisonnable de la valeur de la société au 5 décembre 2016.

3 Méthode d'évaluation

Les principales méthodes utilisées dans le cadre de l'évaluation d'une entreprise non cotée sont les suivantes :

3.1 Méthode de la valeur intrinsèque

Cette méthode est la plus simple. Elle consiste à déterminer la valeur sur la base de l'actif net de la société, sans prendre en compte la valeur de rendement. Elle a toutefois le désavantage de ne retenir que la valeur des actifs nets d'une société sans considérer un éventuel goodwill ou badwill (par exemple le potentiel de développement de la société). Dans le cas présent, elle ne nous semble pas appropriée compte tenu de l'importance de l'activité opérationnelle de CMAI.

3.2 Méthode du cash flow actualisé (Discounted cash flow)

Cette méthode ne se base pas sur les résultats des années précédentes, mais sur les flux financiers que générera l'entreprise dans le futur. Elle nécessite l'établissement de tableaux de flux de fonds qui prennent en compte tant l'activité opérationnelle que les besoins en investissement. Fréquemment utilisée dans les évaluations d'entreprises, elle nécessite des données détaillées sur les revenus et les charges futures ainsi que les besoins en investissement sur les 5 à 10 prochaines années. Faute d'information à notre disposition, nous avons renoncé à appliquer cette méthode.

3.3 Valeur de rendement

La valeur de rendement est basée exclusivement sur les revenus réalisables et le rendement escompté d'une entreprise. Le rendement moyen ajusté des produits et des charges extraordinaires pour les deux ou trois dernières années est capitalisé au moyen d'un taux qui tient compte du risque propre à l'investissement.

Cette méthode est souvent utilisée pour évaluer les immeubles de placement. Les loyers sont ainsi actualisés à un taux fixé en fonction de l'objet et de son emplacement. Nous avons retenu cette méthode pour évaluer les actifs immobiliers de CMAI.

3.4 Méthode dite des praticiens

Cette méthode se fonde sur la valeur de rendement des deux ou des trois derniers exercices combinés à la valeur intrinsèque, soit :

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \frac{2 \times \text{valeur de rendement} + 1 \times \text{valeur intrinsèque}}{3}$$

La méthode des praticiens est souvent appliquée, notamment par les administrations fiscales cantonales pour l'estimation des actions de sociétés non cotées en bourse. Elle implique la prise en compte d'éventuelles réserves latentes au bilan et la correction du résultat au vu d'éléments extraordinaires. Faute d'information à notre disposition, nous n'avons pas retenu cette méthode. Nous l'avons toutefois utilisée dans le cadre de notre conclusion, uniquement à des fins de comparaison et en nous basant sur les comptes publiés de CMAI.

3.5 La méthode des multiples de l'EBITDA

L'utilisation des multiples du résultat permet d'estimer une entreprise en fonction de sa capacité à rembourser l'investisseur sur un certain nombre d'années (multiple). D'une manière générale, pour des PME non cotées, les multiples peuvent varier entre 5 et 8. Il convient d'enlever de la valeur obtenue, l'endettement financier (crédits bancaires, comptes courants, etc.).

La méthode du multiple de l'EBITDA est souvent rencontrée dans la pratique pour obtenir une estimation de la valeur d'une entreprise. Nous avons retenu cette méthode pour l'estimation de la valeur d'exploitation des restaurants de CMAI.

4 Application des méthodes

CMAI exerce principalement deux activités : l'exploitation de restaurants et la location de parkings. La société est par ailleurs propriétaire des biens immobiliers dans lesquels se trouvent les restaurants.

Notre approche a consisté à différencier la partie immobilière de l'exploitation des restaurants. Nous avons ainsi fait l'hypothèse que l'exploitation des restaurants était indépendante du parc immobilier.

Ainsi, pour l'estimation de la valeur des restaurants, et à défaut de projections de chiffres d'affaires futurs fiables, nous avons retenu une moyenne historique à partir de laquelle nous avons estimé un EBITDA qui prenne en compte un loyer théorique (méthode des multiples de l'EBITDA).

Ce loyer théorique a ensuite été capitalisé pour obtenir la valeur des biens immobiliers liés à la restauration (méthode de la valeur de rendement).

Pour l'estimation de la valeur des parkings, nous avons appliqué la méthode de la valeur de rendement.

5 Restauration – valeur du fonds de commerce

Un indicateur de la valeur d'un restaurant (fonds de commerce uniquement) est son chiffre d'affaires. Selon les informations obtenues de Gastroconsult AG, société fiduciaire proche de GastroSuisse, les multiples communément appliqués varient entre 50% et 100%, soit une fois le chiffre d'affaires pour la valeur maximale. Ces valeurs sont confirmées par Selectissimo Sàrl, agence spécialisée dans la remise des fonds de commerce en Suisse romande. En fonction notamment de l'emplacement, du potentiel de développement et d'autres facteurs spécifiques, un coefficient plus élevé peut être retenu. Cela est toutefois rarement le cas.

La seule considération du chiffre d'affaires n'est toutefois pas suffisante. La marge dégagée par l'exploitation du restaurant doit également être prise en compte.

Chiffre d'affaires

Dans le cas de CMAI, nous avons ainsi retenu le chiffre d'affaires moyen des exercices 2013/2014, 2014/2015 et 2015/2016, soit CHF 3'287'000. Nous avons appliqué un coefficient de 60%. Ce taux est plus élevé que le bas de la fourchette mentionnée plus haut (50%) compte tenu de la situation privilégiée des restaurants (quasi-monopole sur les pistes de skis et synergie avec les remontées mécaniques). Il ne nous semble toutefois pas opportun de retenir la valeur maximale de 100% ou même une valeur proche de cette dernière en raison de la forte dépendance aux conditions météorologiques et économiques (activité du tourisme). Le chiffre d'affaires déterminant ainsi obtenu s'élève à CHF 1'972'000.

EBITDA

CMAI a montré un EBITDA positif de CHF 187'000 pour l'exercice 2014/2015 et un EBITDA négatif de CHF 408'000 pour l'exercice 2015/2016. Dans son rapport aux actionnaires sur l'exercice 2015/2016, le président du Conseil d'administration estimait qu'une cible d'un EBITDA de 15% pour la restauration semblait ambitieuse, mais réalisable. Nous avons retenu ce pourcentage. Des actions étaient envisagées dans le sens d'une amélioration de la rentabilité. Compte tenu du chiffre d'affaires moyen mentionné plus haut de CHF 3'287'000, l'EBITDA moyen s'élève à CHF 493'000. De ce montant, nous avons déduit un loyer théorique estimé à 6% du chiffre d'affaires (CHF 197'000), ceci afin d'isoler l'activité de la restauration de la partie immobilière. L'EBITDA moyen sur trois ans ainsi obtenu s'élève à CHF 296'000. En utilisant un multiple raisonnable de 7, soit un chiffre compris dans la fourchette mentionnée sous 3.5, nous obtenons, pour l'estimation du fonds de commerce des restaurants, une valeur de

CHF 2'071'000

6 Restauration – valeur de l'immobilier

Les biens immobiliers de CMAI sont essentiellement affectés à l'exploitation de restaurants. Une réaffectation à d'autres activités génératrices de revenus n'a pas été envisagée dans la mesure où, si cela devait être possible, d'importants investissements seraient nécessaires.

La valeur moyenne des recettes de loyers retenue pour la détermination de l'EBITDA est de CHF 197'000. La détermination du taux de capitalisation doit tenir compte du caractère spécifique de l'utilisation des biens immobiliers (exploitation de restaurants), de leur situation (régions de montagne, notoriété du lieu). Alors que l'immobilier résidentiel est souvent évalué en utilisant un taux compris entre 5 et 6%, nous avons capitalisé ces loyers à un taux de 7% afin de prendre en compte la situation particulière de CMAI, notamment les risques liés à l'exploitation de restaurants d'altitude.

La valeur de l'immobilier des restaurants ainsi obtenue est de

CHF 2'818'000

7 Parking

La valeur des parkings a été estimée en capitalisant la moyenne des recettes parking des exercices 2013/2014, 2014/2015 et 2015/2016, soit CHF 729'000 au même taux que celui utilisé pour le loyer des restaurants, soit 7%. La valeur immobilière des parkings ainsi obtenue est de

CHF 10'414'000

8 Dettes

Afin de tenir compte des dettes au moment de l'acquisition, nous avons retenu la situation au 31 décembre 2016. A cette date, l'endettement de CMAI se détaillait comme suit :

	<u>CHF</u>
Dettes bancaires communes de Lens	3'000'000
Prêts bancaires (ATF)	4'900'000
Emprunts à long terme	<u>1'514'000</u>
Total des dettes	9'414'000

9 Valeur de CMA Immobilier SA

En retenant les valeurs mentionnées ci-dessus, l'intégralité des actions de CMAI est estimée à CHF 5'900'000.- (CHF 15'300'000.- - 9'414.000.- = CHF 5'886'000.-).

La valeur des titres CMAI acquis par CMA simultanément à l'augmentation de capital du 5 décembre 2016, soit 88.49% de CMAI, est estimée à

CHF 5'200'000

Le détail de l'estimation figure à l'annexe 1.

10 Comparaison avec la méthode des praticiens

A des fins de comparaison, nous avons calculé la valeur des actions de CMAI en appliquant la méthode des praticiens. En 2013/2014, 2014/2015 et 2015/2016, la société n'a réalisé que des pertes. Compte tenu de ces pertes successives, la valeur de rendement de CMAI est donc nulle. La valeur des derniers capitaux propres connus à la date de l'acquisition de CMAI par CMA, soit ceux au 30 avril 2016, s'élève à CHF 14'578'000. Conformément à la circulaire 28 de la conférence suisse des impôts, et sous réserve de l'existence d'éventuelles réserves latentes dans le bilan de CMAI, la totalité des actions est estimée à :

$$\text{CHF 4'859'333} = \frac{2 \times 0 + 1 \times 14'578'000}{3}$$

soit une valeur proche de celle des multiples utilisée sous point 9 ci-dessus.

11 Prise en compte des résultats 2017

Les comptes annuels 2017 de CMAI font apparaître un chiffre d'affaires lié aux restaurants de CHF 5'484'000 et des recettes parkings de CHF 824'000. Par rapport au dernier exercice de 12 mois, soit 2015/2016, cela représente des augmentations de respectivement 53,8 % et 3.5 %. Toutefois, l'EBITDA reste négatif. Il est passé de CHF -408'000 à CHF -1'760'000. La perte nette (avant éléments extraordinaires et hors période) a augmenté de CHF 1'217'000 à CHF 3'200'000. Malgré les investissements consentis récemment, notamment à Cry d'Er, CMAI ne parvient pas à trouver un résultat d'exploitation positif. L'objectif d'un EBITDA à 15% ne pourra être approché qu'en restructurant en profondeur l'activité opérationnelle de la société, voire en consentant de nouveaux investissements.

Les comptes 2017 tels que présentés, ne permettent pas d'estimer une valeur raisonnable de la société. Si l'exercice 2018 devait enregistrer une perte d'exploitation comparable, les fonds propres de CMAI se situeraient entre CHF 5 millions et CHF 6 millions, soit un montant proche de celui que nous avons obtenu sous point 9.

Sur la base des informations disponibles, cette dernière valeur nous paraît la plus raisonnable. Elle est toutefois dépendante de la capacité de CMAI à retrouver rapidement un résultat d'exploitation positif.

12 Comptabilisation de moins-values comptables dans les comptes de CPI

La valeur de CMAI estimée ci-dessus est largement inférieure à celle payée par CMA lors de l'acquisition de 2016, soit CHF 35'396'542.06. La revue des rapports annuels de CPI corrobore toutefois notre estimation.

Dans son rapport sur l'exercice 2016, CPI indique en page 48 que l'effet de la cession des actions CMAI a impacté négativement ses fonds propres de EUR 9.7 mios. En page 88, CPI précise également que, sur la base d'un rapport indépendant, des baisses de valeur de EUR 15 mios ont été comptabilisées, notamment en lien avec CMA.

Le rapport annuel 2017 de CPI fait état d'un nouvel ajustement de valeur négatif de EUR 22.4 mios du groupe CMA (page 83). Au 31 décembre 2017, la valeur de CMA au bilan de CPI était de EUR 20'249'000 (page 21 des comptes annuels statutaires), soit un montant très éloigné du prix payé pour la seule CMAI.

13 Estimation du dommage subi par les communes

Si, par hypothèse, on retient une surévaluation de CHF 25'000'000, l'acquisition de CMAI par CMA a entraîné une perte pour les communes estimées à **CHF 2'634'400**. Le détail de cette estimation figure à l'annexe 2.

14 Estimation de la valeur du gage

Les pertes comptables enregistrées en 2016 et 2017 par CMA et CMAI impactent directement la valeur des actions gagées en faveur des communes. Une diminution de la valeur du gage entraîne une perte potentielle des communes dans la mesure où les actifs gagés ne pourraient plus couvrir les engagements pris. Pour estimer la valeur des actions gagées, nous nous sommes basés sur la valeur des fonds propres de CMA et de CMAI. Sachant qu'il ne s'agit que d'une estimation, cette approche nous a paru la plus raisonnable. Elle correspond par ailleurs à la méthode adoptée par le Conseil d'administration de CMA pour valoriser la participation dans CMAI.

Afin de ne pas prendre en compte deux fois la valeur des actions CMAI, nous avons diminué les fonds propres de CMA des actions CMAI gagées. La valeur des actions gagées est ainsi estimée à CHF 17'950'000.

En corrigeant les fonds propres de CMA de la surévaluation retenue sous point 13, la valeur des actions gagées serait de CHF 24'840'000.

Le détail de ces valeurs figure à l'annexe 3.

Il convient de relever que les montants ci-dessus représentent la valeur comptable des gages. Un prêteur appliquera normalement un escompte à cette valeur afin de prendre en compte d'éventuelles fluctuations.

15 Conclusions

Compte tenu de ce qui précède, nous concluons ce qui suit :

1. La valeur de CMAI calculée sous point 9 ci-dessus, soit
CHF 5'200'000
représente une estimation raisonnable de la société.
2. Dans l'hypothèse d'une surévaluation de CHF 25'000'000, la perte réalisée par les communes est estimée à
CHF 2'634'400
3. La valeur comptable des gages (actions CMA et CMAI) au 31 décembre 2017 est estimée à :
CHF 17'950'000

G & P Fiduciaire SA



Georges Gard

Données

Restaurants	<u>2013/2014</u>	<u>2014/2015</u>	<u>2015/2016</u>	<u>Moyenne</u>
Chiffre d'affaires	3'352	2'945	3'565	3'287
EBITDA restaurants (estimé à 15%)	503	442	535	493
Loyers (estimé à 6% du chiffre d'affaires)	-201	-177	-214	-197
EBITDA moyen des restaurants après loyer				296
Parkings	<u>2013/2014</u>	<u>2014/2015</u>	<u>2015/2016</u>	<u>Moyenne</u>
Chiffre d'affaires	696	695	796	729

Estimation

	<u>CHF</u> <u>(en '000)</u>
<u>Fonds de commerce des restaurants</u>	
EBITDA moyen après charges de loyers	296
Multiple	7
Valeur du fonds de commerce	2'072
<u>Immobilier des restaurants</u>	
Recette moyenne des loyers	197
Taux de capitalisation	7.0%
Valeur de l'immobilier des restaurants	2'814
<u>Immobilier des parkings</u>	
Recette moyenne des loyers	729
Taux de capitalisation	7.0%
Valeur de l'immobilier des restaurants	10'414
Valeur avant déduction des dettes	15'300
./. Dette commune de Lens	-3'000
./. Prêts bancaires (ATF)	-4'900
./. Emprunts à long terme	-1'514
Valeur nette des actions de CMAI	5'886
Arrondi à	5'900
Valeur nette des actions acquises par CMA	88.79% 5239
Arrondi à (en milliers de CHF)	5'200

Remontées Mécaniques Crans Montana Aminona (CMA) SA
Augmentation de capital du 5 décembre 2016 - estimation de la perte subie par les actionnaires minoritaires

	# d'actions	Valeur nominale par actions	Valeur des fonds propres *
Capital-actions avant augmentation	93'500'000	0.40	37'400'000
Augmentation du 5.12.16	125'000'000	0.20	25'000'000
Capital-actions après augmentation	218'500'000		62'400'000

Actionnariat de CMA	Actionnariat en pourcentage		Actionnariat en nombre d'actions		Part des fonds propres en CHF	
	Avant augm. **	Concentration / (dilution)	Avant augm. **	Variation	Avant augm. **	Variation
CPI Properties Group	65.80%	19.60%	61'523'000	125'000'000	24'609'200	28'680'400
Commune de Randogne	6.60%	-3.80%	6'171'000	-	2'468'400	-721'200
Commune & bourgeoisie de Lens	6.50%	-3.70%	6'077'500	-	2'431'000	-683'800
Commune de Montana	5.80%	-3.30%	5'423'000	-	2'169'200	-609'200
Municipalité de Chermignon	5.80%	-3.30%	5'423'000	-	2'169'200	-609'200
Sous-total communes	24.70%	-14.10%	23'094'500	-	9'237'800	-2'623'400
Compagnie de Chemin de Fer et d'Autobus Sierre-Montana-Crans SA	3.00%	-1.70%	2'805'000	-	1'122'000	-310'800
Commune de Mollens	0.80%	-0.50%	748'000	-	299'200	-112'000
Commune et bourgeoisie d'Icogne	0.60%	-0.30%	561'000	-	224'400	-37'200
Public	5.10%	-3.00%	4'768'500	-	1'907'400	-597'000
Total	100.0%	0.0%	93'500'000	125'000'000	37'400'000	25'000'000

* Estimation des fonds propres à la date de l'augmentation de capital
** Estimation selon situation au 30 avril 2016 (sans achats/ventes survenues entre le 30.04.2016 et le 31.12.2016)

Calcul global:	
Part des communes dans les fonds propres de CMA avant l'augm. de capital:	
Total des fonds propres	37'400'000
Part des communes en %	24.70%
Part des communes dans les fonds propres	9'237'800
Part des communes dans les fonds propres de CMA après l'augm. de capital:	
Total des fonds propres	62'400'000
Part des communes en %	10.60%
Part des communes dans les fonds propres	6'614'400
Domage	-2'623'400

Remontées Mécaniques Crans Montana Aminona (CMA) SA

Valeur des actions gagées par CPI en faveur des communes

Avant abandon de créance CPI de CHF 25 mios

Société	Nbre d'actions	Valeur par	
		action	Valeur du gage
		CHF	CHF
CMA	61'559'834	0.16634	10'239'863
CMAI	378'743'000	0.02036	7'711'207
		Total	17'951'070
		Arrondi à	17'950'000 (avant abandon de créance CPI)

CMA - valeur par action

		CHF
Fonds propres		44'889'000
./. participation CMAI gagée	88.49%	-7'712'788
Fonds propres ajustés		37'176'212
Nombre d'actions	223'500'000	
Valeur par action		0.16634

CMAI - valeur par action

Fonds propres		8'716'000
Nombre d'actions	428'000'000	
Valeur par action		0.02036

Variaton du
gage :
6'890'000

Après abandon de créance CPI de CHF 25 mios

Société	Nbre d'actions	Valeur par	
		action	Valeur du gage
		CHF	CHF
CMA	61'559'834	0.27819	17'125'330
CMAI	378'743'000	0.02036	7'711'207
		Total	24'836'537
		Arrondi à	24'840'000 (après abandon de créance CPI)

CMA - valeur par action

		CHF
Fonds propres		69'889'000
./. participation CMAI gagée	88.49%	-7'712'788
Fonds propres ajustés		62'176'212
Nombre d'actions	223'500'000	
Valeur par action		0.27819

CMAI - valeur par action

Fonds propres		8'716'000
Nombre d'actions	428'000'000	
Valeur par action		0.02036

