



Fairness Opinion

Orascom Development Holding SA

Évaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition volontaire de LPSO Holding Ltd portant sur les actions en circulation d'Orascom Development Holding SA

Zurich, le 17 décembre 2024



Contenu

1	Introduction	Page 4
2	Description de l'entreprise et analyse de marché	Page 9
3	Évaluation	Page 27
4	Appréciation	Page 55
5	Annexe	Page 58



1 Introduction

1.1 Contexte

Page 4

1.2 Notre mission

Page 5

1.3 Notre approche

Page 6

1.4 Sources

Page 7

1 Introduction

1.1 Contexte



Orascom Development Holding SA est un promoteur de destinations totalement intégrées et bénéficiant d'infrastructures; elle est cotée à la SIX Swiss Exchange

Orascom Development Holding SA (ci-après «Orascom», «ODH», le «groupe» ou la «société visée») est un promoteur international de premier plan de communautés dynamiques, spécialisé dans le développement de destinations totalement intégrées et bénéficiant d'infrastructures.

Orascom possède plus de 34 ans d'expérience et a fait ses preuves dans le monde entier en concevant des projets uniques et en développant des villes intégrées combinant des zones résidentielles avec des villas et des appartements privés, des hôtels, des équipements de loisirs et commerciaux, notamment des terrains de golf, des marinas, des installations sportives, des magasins de détail et des restaurants. Le groupe possède un parc foncier de plus de 100 millions de mètres carrés en Égypte, à Oman, au Monténégro, en Suisse, au Royaume-Uni, aux Émirats arabes unis («EAU») et au Maroc.

ODH a son siège à Altdorf, Canton d'Uri (Suisse). Actuellement, le groupe emploie au total quelque 9'500 collaborateurs en Europe, au Moyen Orient et en Afrique du Nord. Au cours de l'exercice 2023, le groupe a réalisé un volume de chiffre d'affaires de CHF 655.2 millions et un EBITDA ajusté de CHF 174.4 millions.¹

Les actions d'Orascom sont cotées à la SIX Swiss Exchange («SIX») depuis 2008, et la filiale égyptienne Orascom Development Egypt («ODE») est cotée à l'Egyptian Stock Exchange depuis 2015. La capitalisation boursière d'Orascom était de 242.3 millions au 16 décembre 2024. Le capital-actions du groupe se compose de 59'822'366 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 5.00 chacune.²

¹ Orascom établit ses comptes consolidés en CHF conformément aux International Financial Reporting Standards («IFRS»); L'EBITDA ajusté est une mesure alternative de la performance définie par ODH, qui exclut les éléments non monétaires tels que les provisions, les dépréciations et les gains de change.

² Source: SIX Swiss Exchange.

Le 17 décembre 2024, LPSO Holding Ltd³ (ci-après également «LPSO» ou «l'offrante») a publié une offre publique d'acquisition volontaire («l'offre»), aux termes de laquelle l'offrante s'est engagée à acquérir toutes les actions nominatives d'Orascom en mains du public au prix de CHF 5.60 en espèces par action («prix de l'offre»).

1.2 Notre mission

La présente *Fairness Opinion* fournit une évaluation indépendante d'Orascom

IFBC est un conseiller indépendant en finance d'entreprise (*corporate finance advisor*) et ne reçoit pas de rémunération en fonction des résultats de l'évaluation ou du succès de la transaction

Le 14 novembre 2024, le conseil d'administration (ci-après «CA») d'Orascom a chargé IFBC AG (ci-après «IFBC») d'établir une *Fairness opinion* afin d'évaluer de manière indépendante l'adéquation financière du prix de l'offre. Le présent rapport a été établi exclusivement dans le but d'assister le CA d'Orascom dans son évaluation financière de l'offre. La présente *Fairness Opinion* ne peut être utilisée qu'aux fins de l'évaluation financière de l'offre par le CA d'Orascom. Toute utilisation à d'autres fins que l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre n'est pas autorisée. En particulier, la *Fairness Opinion* ne constitue pas une recommandation aux actionnaires d'accepter ou de rejeter l'offre.

IFBC émet la présente *Fairness Opinion* en qualité de conseiller indépendant en finance d'entreprise (*corporate finance advisor*) et reçoit des honoraires usuels pour ses services. IFBC ne reçoit pas de rémunération qui dépende des conclusions de la présente évaluation ni ne peut-elle prétendre à une prime (*success fee*) si la transaction envisagée est réalisée avec succès. IFBC confirme qu'elle est particulièrement qualifiée pour établir une *Fairness opinions* au sens de l'article 30 al. 6 de l'Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition et qu'elle est indépendante de l'offrante, de la société visée et des personnes agissant de concert avec elles.

En établissant la *Fairness Opinion*, IFBC a présumé que les informations fournies par la direction de d'Orascom étaient exactes et complètes. Il est en outre présumé que les informations reçues ont été préparées avec diligence et qu'elles reflètent les meilleures et les plus récentes estimations disponibles ainsi que l'appréciation de bonne foi de la direction d'Orascom. La responsabilité d'IFBC se limite à l'évaluation minutieuse et professionnelle des informations et calculs qui lui ont été mis à disposition ainsi que de leur plausibilité. Dans le cadre de son travail, IFBC n'a procédé à aucun audit ni à aucune due diligence.

³ Une filiale directe détenue à 100% par LPSO Foundation Company, qui est contrôlée par M. Samih O. Sawiris. Les membres de la même famille Samih O. Sawiris, Naguib S. Sawiris, Taya Sawiris, Tary Sawiris, Talia Sawiris et Ines Sawiris, ainsi que SOS Holding et Thursday Holding agissent de concert avec l'offrante, LPSO Holding Ltd.

La date de l'évaluation est le 16 décembre 2024

Les résultats de notre évaluation indépendante ont été soumis au CA d'Orascom le 16 décembre 2024, le dernier jour de bourse précédant la publication de la transaction et du prospectus d'offre correspondant. L'évaluation est basée sur les comptes financiers intermédiaires du groupe au 30 juin 2024, les prévisions correspondantes pour l'exercice 2024 (6+6), le *business plan* actuel approuvé par le CA d'Orascom le 15 décembre 2023, les informations complémentaires fournies ainsi que les hypothèses formulées par la direction d'Orascom. La direction d'Orascom a en outre confirmé que, jusqu'à la publication du présent rapport d'évaluation, aucun événement ou transaction important n'est survenu qui n'ait été pris en compte dans la base d'informations susmentionnée.

1.3 Notre approche

L'appréciation de l'adéquation financière de l'offre faite par LPSO aux actionnaires d'Orascom se fonde sur des considérations d'évaluation indépendantes faites par IFBC. Celles-ci reposent sur les analyses suivantes, qui sont décrites en détail dans le présent rapport:

- Analyse du modèle d'affaires de la société et de l'environnement de marché actuel
- Analyse des données financières historiques
- Appréciation des prévisions (6+6) pour l'exercice 2024 et du *business plan* pour les exercices 2024 à 2030 approuvé par le CA d'Orascom
- Évaluation de la société et détermination de la valeur par action selon la méthode du *discounted cash flow* en adoptant une approche «sum-of-the-parts» («SOTP»)
- Analyse du cours de l'action et des objectifs de cours actuels publiés par les analystes

L'évaluation de l'adéquation financière de l'offre de LPSO aux actionnaires d'Orascom ne prend pas en considération les aspects fiscaux, juridiques et autres, propres à chaque actionnaire. Par conséquent, seules des considérations de portée générale sur l'adéquation financière de l'offre du point de vue de d'ensemble des actionnaires publics sont possibles dans le cadre de la présente *Fairness Opinion*.

1.4 Sources

L'évaluation d'IFBC repose notamment sur l'analyse des informations suivantes:

- Rapports de gestion révisés d'Orascom (consolidés) pour les exercices 2021 à 2023
- Comptes intermédiaires (consolidés) d'Orascom au 30 juin 2024 (non révisés)
- Prévisions pour l'exercice 2024 (6+6)
- *Business plan* pour les exercices 2024 à 2030 approuvé par le CA d'Orascom le 15 décembre 2023
- Informations actuelles et hypothèses issues des entretiens avec la direction d'Orascom
- Données financières et données relatives aux marchés des capitaux d'une sélection d'entreprises comparables (source: LSEG Data & Analytics)
- Autres informations accessibles au public



2 Description de l'entreprise et analyse de marché

- | | | |
|-----|---|---------|
| 2.1 | Aperçu d'Orascom | Page 9 |
| 2.2 | Modèle d'affaires d'Orascom | Page 10 |
| 2.3 | Données financières historiques d'Orascom | Page 18 |
| 2.4 | Analyse de marché | Page 21 |

2 Description de l'entreprise et analyse de marché

2.1 Aperçu d'Orascom

Orascom, dont le siège est à Altdorf, Canton d'Uri (Suisse), est un promoteur international de premier plan spécialisé dans l'immobilier et les villes entièrement intégrées, possédant un parc foncier de plus de 100 millions de mètres carrés en Egypte, à Oman, au Monténégro, en Suisse, au Royaume-Uni, aux EAU et au Maroc.

Orascom développe des communautés dynamiques et intégrées. Ces réalisations combinent des zones résidentielles avec des villas et des appartements privés, des hôtels, des équipements de loisirs et commerciaux, notamment des terrains de golf, des marinas, des installations sportives, des magasins de détail et des restaurants, créant des espaces dynamiques pour vivre, travailler et se divertir.

Le portefeuille d'Orascom comprend onze destinations exploitant 33 hôtels et plus de 7'000 chambres ainsi que trois destinations pas encore opérationnelles. Le groupe emploie actuellement environ 9'500 collaboratrices et collaborateurs en Europe, au Moyen Orient et en Afrique du Nord.⁴



* Autres: Fayoum et Corporate.

⁴ Source: Présentation aux investisseurs d'Orascom, septembre 2024; les destinations non opérationnelles comprennent As Sodah Island et City Walk à Oman ainsi que Chbika au Maroc.

Le segment de l'immobilier a représenté environ 61% du chiffre d'affaires d'Orascom au cours de l'exercice 2023, tandis que le segment de l'hôtellerie a contribué pour environ 26% au chiffre d'affaires du groupe. Les 13% restants proviennent de la gestion des villes⁵ (11%) et de la vente de terrains aménagés (2%). Selon la répartition géographique par destination, environ 44% du chiffre d'affaires en 2023 a été généré par la destination la plus développée d'ODH, El Gouna, en Egypte.

Le groupe d'actionnaires principaux autour de M. Samih O. Sawiris détient actuellement 77.5% des actions de la société.⁶

2.2 Modèle d'affaires d'Orascom

2.2.1 Aperçu du modèle d'affaires d'Orascom

Modèle d'affaires

Orascom développe des villes et des destinations touristiques intégrées regroupant des immeubles résidentiels et commerciaux. La société acquiert de grandes parcelles pour construire des villes comprenant des villas et des appartements privés, des maisons de vacances, des bureaux, des centres commerciaux et des infrastructures de loisirs. Orascom construit et exploite également des hôtels, notamment des espaces de loisirs tels que des terrains de golf, des marinas et des centres de sports nautiques. En combinant des zones résidentielles avec des hôtels, des équipements de loisirs et des commerces, tels que les magasins de vente au détail, les restaurants et les infrastructures essentielles, Orascom crée des communautés dynamiques qui permettent de vivre, de travailler et de se divertir.

Les biens immobiliers développés sont soit vendus, soit loués, les biens commerciaux étant souvent loués à long terme. Les hôtels sont gérés par Orascom elle-même ou par le biais de partenariats stratégiques de franchises ou de marques indépendantes. Les installations et infrastructures municipales (p. ex. les écoles et les hôpitaux) sont également intégrées dans ces projets urbains, des installations telles que les hôpitaux et les usines de dessalement de l'eau étant généralement détenues et exploitées par l'une des filiales détenues majoritairement par Orascom ou louées à un opérateur tiers (comme les écoles).

Les parcs fonciers sont détenus en premier lieu au moyen de droits contractuels et d'usufruits, avec la possibilité d'acquérir la propriété juridique.

⁵ Désignés «*commercial assets*» par Orascom dans des publications financières externes et pour les investisseurs.

⁶ Source: Direction d'Orascom; LPSO Holding, Thursday Holding et SOS Holding appartiennent à Samih O. Sawiris, Naguib S. Sawiris, Taya Sawiris, Tary Sawiris, Talia Sawiris et Ines Sawiris.

Portefeuille d'Orascom

La société comprend quatre segments d'activité principaux:

Immobilier

Le portefeuille immobilier dont la répartition géographique est étendue comprend des unités d'habitation sous contrat construites et vendues par la suite. Ces services englobent la gestion immobilière, la vente et la location de projets immobiliers.

**Gestion des villes**

Gestion des villes comprend la construction et exploitation de biens de loisirs et commerciaux tels que terrains de golf, marinas, installations sportives, magasins de vente au détail et restaurants, ainsi que d'infrastructures de soutien telles que services publics, hôpitaux et écoles pour améliorer la qualité de vie dans les communautés (entre autres 7 marinas de classe mondiale). Les installations et infrastructures urbaines sont généralement détenues et exploitées par l'une des filiales majoritaires, comme les hôpitaux et les usines de dessalement de l'eau, ou louées à des opérateurs tiers, tels que les écoles.

**Terrains**

Les vastes parcs fonciers non aménagés situés stratégiquement à proximité des zones bâties permettent la vente de terrains à des tiers, des cessions, des coopérations en matière de développement avec des partenaires et des joint-ventures.

**Hôtellerie**

Le portefeuille hôtelier comprend 33 hôtels haut de gamme et de luxe avec plus de 7'000 chambres. Orascom agit en tant que propriétaire et exploitant d'hôtels dont les infrastructures sont soit gérées par Orascom Hotels Management, soit par des tiers gérants sélectionnés et sous contrat. Les hôtels sont exploités avec des partenaires franchisés ou en tant qu'établissements indépendants.

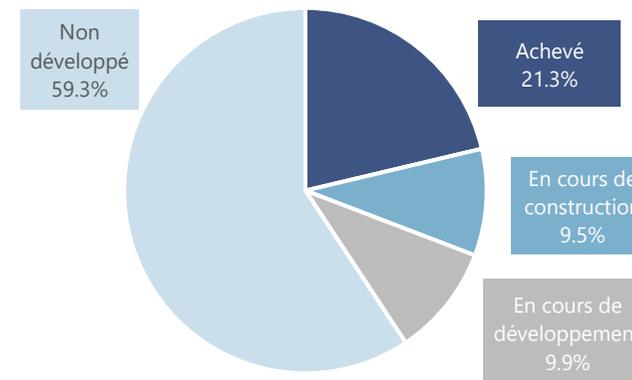


Parc foncier d'Orascom

Le parc foncier d'Orascom comprend 101.4 millions de mètres carrés répartis dans sept pays, dont 21.6 millions de mètres carrés entièrement bâtis (achevé), 60.2 millions de mètres carrés de surface non bâtie, 9.6 millions de mètres carrés en construction et 10.0 millions de mètres carrés en cours de développement.

Définition des catégories de terrain

Orascom distingue quatre catégories de terrain, selon que les infrastructures ont déjà été construites sur la parcelle ou non. Si les infrastructures primaires et le projet immobilier sont achevés, le terrain est considéré comme «achevé» (*completed*). Lorsque des infrastructures sont en place, mais que la construction d'un bâtiment associée à un projet immobilier donné n'est pas encore achevée, la catégorie «en cours de construction» (*under construction*) est alors attribuée. Tant que les infrastructures primaires ne sont pas encore achevées (p. ex. routes, réseau d'alimentation en énergie et en eau), le terrain se voit attribuer la catégorie «en cours de développement» (*under development*). Enfin, si le terrain n'a aucune infrastructure (terrain vague), il est alors classé comme «non développé» (*undeveloped*).



Destinations d'Orascom

Le portefeuille d'Orascom comprend 7 pays et 11 villes pleinement intégrées et opérationnelles, ainsi que 3 destinations qui ne sont pas encore en exploitation; il compte au total 33 hôtels sur toutes les destinations.

Destination		Parc foncier total (millions de m ²)	Nombre d'hôtels
1 Égypte	El Gouna	36.92	18
	Makadi Heights	3.75	0
	Taba Heights	4.27	6
	Fayoum	1.08	1
	O West (partiellement opérationnel)	4.23	0
2 Oman	Hawana Salalah	13.60	3
	Jebel Sifah	6.20	1
	As Sodah Island (non opérationnel)	1.00	0
	City Walk (non opérationnel)	0.04	0
3 EAU	The Cove	0.29	1
4 Suisse	Andermatt Swiss Alps	1.57	2
5 Monténégro	Luštica Bay	6.92	1
6 Royaume-Uni	West Cardaze Garden Village (partiellement opérationnel)	6.54	0
7 Maroc	Chbika (non opérationnel)	15.00	0



Obligation minimale de construire

Un aspect important des activités commerciales du Orascom est l'acquisition de terrains pour la conception de projets touristiques, impliquant souvent des engagements non contraignants liés à ces projets. Par l'intermédiaire de ses filiales, le groupe a signé plusieurs accords de développement avec les gouvernements d'Oman, du Maroc, du Monténégro et de l'Égypte. Chaque accord définit les terrains affectés à chaque projet, ainsi que les responsabilités et délais du groupe en matière de développement. Le groupe est en particulier soumis à des obligations minimales de construction (*minimum building obligations* ou «MBO») définies dans les contrats, qui peuvent contenir des engagements de construire un nombre précis d'hôtels et d'autres aménagements, tels que des terrains de golf, des parcs aquatiques ou des installations supplémentaires.

Les principaux risques associés à ces obligations impliquent des retards potentiels ou le fait de ne pas achever les constructions et aménagements ou les investissements dans les délais convenus.⁷

Oman

À Oman, le groupe a conclu deux accords de développement (projet Sifah et Salalah). Orascom s'emploie à satisfaire les MBO pour des projets de développement touristique dans le cadre d'accords de développement avec le gouvernement omanais. Dans un premier temps, les délais d'achèvement des hôtels et des installations ont été prolongés, assortis à d'autres changements qui ont été apportés pour adapter l'étendue du projet, tels que la modification du nombre d'hôtels et l'ajout d'une option pour construire soit un aquarium, soit des chambres d'hôtel supplémentaires.

En mars 2017, le gouvernement omanais a approuvé les demandes du groupe visant à regrouper les besoins en chambres pour les deux projets et à réduire la taille du terrain de golf en raison de problèmes liés aux ressources en eau. Des avenants ultérieurs conclus en 2018 et 2019 prévoient des prolongations de délais supplémentaires pour l'achèvement des MBO, les délais définitifs ayant été prolongés jusqu'en janvier 2024. Au 31 décembre 2023, la construction d'un nouvel hôtel, doté de 123 chambres, a été achevée, répondant à toutes les exigences des MBO en suspens.

Maroc

Orascom a signé un accord de développement avec le gouvernement marocain en janvier 2007 visant à développer la zone touristique d'Oued Chbika. L'accord prévoit un calendrier pour les éléments principaux du projet, mais ne définit pas de MBO. Malgré les efforts déployés, Orascom a dû faire face à des retards importants de la part du gouvernement, en particulier pour obtenir les permis nécessaires, ce qui a entravé l'avancement du projet en conséquence. En raison de ces retards, Orascom a sollicité une prolongation des délais jusqu'en 2020. Les négociations se sont poursuivies et un projet de

⁷ Sources : Rapport annuel 2023 d'Orascom; informations fournies par la direction d'Orascom.

modification de l'accord a été finalisé en 2019, qui proroge le calendrier de développement et définit les obligations du gouvernement (telles que la construction d'un aéroport et la mise en place des infrastructures nécessaires). Cependant, cet avenant n'a pas encore été signé à la fin 2023. En outre, l'autorisation pour Orascom d'occuper le domaine public maritime a expiré en décembre 2022. L'entreprise s'emploie actuellement à renouveler l'autorisation auprès du ministère. En conclusion, Orascom se trouve encore confrontée à des retards en raison du fait que le gouvernement n'a pas octroyé les permis et les infrastructures nécessaires. Un accord de prolongation du calendrier de développement est sur le point d'être finalisé.

Monténégro

Au Monténégro, l'accord de développement prévoit trois phases pour le projet. La phase initiale devait aboutir en 2017, avec un hôtel quatre étoiles, une marina, un terrain de golf et un centre-ville. Toutefois, le retard pris par le gouvernement monténégrin dans l'exécution de ses obligations (telles que les expropriations de terres et le développement des infrastructures) a entraîné une prolongation du délai de réalisation des MBO. Malgré ce retard, le groupe a construit un hôtel (Chedi) de 111 chambres, dont l'exploitation a débuté en juillet 2018. La marina est en partie opérationnelle et la construction du terrain de golf est en cours. Le groupe a droit à une prolongation automatique des délais des MBO en raison du non-respect par le gouvernement de ses obligations.

Égypte

En février 2023, Orascom Development Egypt a signé un accord avec les autorités égyptiennes pour le développement des terrains restants à El Gouna. La Tourism Development Authority a approuvé un nouveau plan directeur qui définit les étapes du développement de l'hôtel, à savoir l'achèvement de 1'000 chambres d'hôtel d'ici 2032 et la réalisation de 1'000 chambres d'hôtel supplémentaires tous les 10 ans à partir de 2032.

2.2.2 Stratégie

Stratégie d'Orascom

En se concentrant sur l'acquisition de vastes terrains qui offrent suffisamment d'espace pour développer des communautés et des villes, Orascom crée de la valeur pour les parties prenantes à moyen et à long terme grâce à une croissance durable. Afin de soutenir une croissance profitable, Orascom se concentre sur quatre principaux facteurs de performance, déployant ainsi des activités flexibles et rentables.

- **Accélération de la monétisation:** Orascom se concentre sur l'accélération du futurs *free cash flows* en monétisant ses actifs par le biais de vente de terrains, de cessions, de coopérations en matière de développement et de joint-ventures. Le parc foncier présente une valeur future significative, qui peut être optimisée par la cession d'actifs non essentiels.
- **Essor commercial et opérationnel:** accroître la performance commerciale et la rentabilité en stimulant les ventes immobilières avec des marges élevées et en optimisant les opérations dans toutes les destinations grâce à la maîtrise des coûts et l'amélioration de l'efficacité.
- **Assise financière récurrente croissante:** Orascom vise à développer une base de revenus stable et à long terme en investissant dans des actifs à revenus récurrents et à forte marge tels que des hôtels, des marinas et des commerces de détail, dans le but de capter des *cash flows* stables.
- **Institutionnalisation d'ODH et du capital humain:** Orascom attache une grande importance à la promotion du capital humain. Pour ce faire, la stratégie vise à former une équipe dirigeante de classe mondiale en recrutant plus de 250 collaborateurs clés dans des fonctions clés et en lançant quatre centres d'excellence à l'échelle de l'entreprise (entre autres centres numériques) pour améliorer l'efficacité opérationnelle et la croissance.

Diversification géographique par le biais de projets internationaux

Orascom réalise des projets dans différentes régions et différents pays, cette diversification du portefeuille permettant ainsi de réduire les risques. Cependant, l'exposition à l'Égypte est significative et représente un risque pour ODH, en particulier avec l'accent mis sur les destinations de pays émergents dans le portefeuille d'Orascom.

Développement durable chez Orascom

Orascom a pour objectif de transformer ses segments de l'immobilier et de l'hôtellerie en intégrant des solutions durables dans ses activités principales. Le développement durable représente une tendance clé sur les marchés de l'immobilier et du tourisme.

Pour Orascom, le développement durable est un élément central dans la planification et l'exécution de ses projets, constituant l'un des piliers de sa stratégie de croissance. Chaque projet est conçu avec une attention particulière pour la

durabilité en matière d'environnement, tout en mettant l'accent sur l'utilisation de technologies respectueuses de l'environnement tout au long du processus de réalisation.

Orascom concrétise ses ambitions environnementales, sociales et de gouvernance (*Environmental, Social and Governance*, «ESG») en mettant la priorité sur la résilience économique, l'engagement des parties prenantes, l'impact écologique et le leadership éthique:

- **Résilience économique:** Orascom soutient les économies locales en créant des emplois, en promouvant divers développements et en accordant la priorité au recours à des fournisseurs locaux.
- **Gestion des parties prenantes/communautés:** les parties prenantes participent activement à la prise de décisions afin d'intégrer des perspectives diverses. L'impact global des décisions commerciales sur la société et l'environnement est soigneusement examiné.
- **Impact écologique:** Orascom prend des mesures proactives pour tenir compte de son empreinte écologique, en se concentrant sur l'efficacité énergétique, la conservation de la biodiversité et la préservation de l'eau.
- **Leadership éthique:** un code de déontologie complet assiste la prise de décisions à tous les niveaux de l'organisation, garantissant des pratiques éthiques tout au long des processus.

Par exemple, le projet El Gouna démontre l'engagement d'Orascom en faveur du développement durable par la mise en œuvre de diverses initiatives. Un système photovoltaïque de 7.2 mégawatts a ainsi été installé pour réduire la dépendance aux ressources d'énergie conventionnelles. En outre, des véhicules électriques ont été introduits pour les activités opérationnelles, les places de stationnement pour vélos ont été augmentés et les applications de covoiturage ont été encouragées pour favoriser la mobilité respectueuse de l'environnement. Une autre initiative concerne l'installation de systèmes de filtration de l'eau, qui contribuent à réduire l'utilisation de plastiques à usage unique et à économiser chaque année plus de 100'000 bouteilles en plastique.

2.3 Données financières historiques d'Orascom

Événements clés du passé récent

L'histoire récente d'Orascom a été marquée par la poursuite d'une stratégie internationale d'expansion et de diversification. Un environnement économique exigeant, caractérisé par une hausse des coûts de construction, des conflits géopolitiques et la dévaluation de la livre égyptienne («EGP»), a affecté les activités du groupe et a marqué ces dernières années:

- La diversification stratégique et les nouveaux projets ont renforcé le portefeuille d'activités, stimulé la croissance et généré des flux de revenus récurrents plus stables
- L'institutionnalisation des opérations a permis une forte croissance des ventes et a contribué à une solide performance en termes de chiffre d'affaires
- Orascom a investi dans l'amélioration de la performance sur le marché international afin d'atténuer les effets de la dévaluation de l'EGP, de la volatilité de la demande et des fluctuations de change sur les marchés émergents
- La hausse des coûts de construction a eu un impact négatif sur les résultats financiers d'Orascom

Indicateurs de performance clés historiques d'Orascom

Indicateurs de performance clés historiques d'Orascom

en millions de CHF	Exercice 2021	Exercice 2022	Exercice 2023	YTD 06/2024
Chiffre d'affaires	538.5	689.7	655.2	306.4
<i>Croissance du chiffre d'affaires par an en %</i>	39.6%	28.1%	-5.0%	n/a
EBITDA ajusté*	130.9	186.7	174.4	98.5
<i>Marge EBITDA ajustée (en %)</i>	24.3%	27.1%	26.6%	32.1%
CAPEX	57.6	101.7	125.8	42.2
<i>CAPEX en % du chiffre d'affaires</i>	10.7%	14.7%	19.2%	13.8%
Endettement net**	353.8	433.7	353.2	359.0
Valeur comptable des fonds propres	518.8	442.8	535.6	437.2

* Ajusté des éléments non monétaires (p. ex. provisions, dépréciations et gains de change) conformément à la définition de la mesure alternative de la performance établie par ODH.

** Y compris prêt d'actionnaire.

Sources: Rapports de gestion 2021 - 2023 d'Orascom et comptes intermédiaires au 30 juin 2024.

Évolution historique du chiffre d'affaires

Au cours de l'exercice 2021, le chiffre d'affaires total a augmenté de 39.6% par rapport à l'exercice précédent pour atteindre CHF 538.5 millions. Le chiffre d'affaires du segment de l'immobilier a connu une augmentation de 55.5%, celui de l'hôtellerie de 39.7% et celui de la gestion des villes de 41.4%. La croissance du chiffre d'affaires est principalement due à l'avancement plus rapide des constructions dans toutes les destinations.

Au cours de l'exercice 2022, le chiffre d'affaires total a augmenté de 28.1% pour atteindre CHF 689.7 millions, le segment de l'immobilier ayant enregistré une hausse de 21.7%, le segment de l'hôtellerie de 63.2% et la gestion des villes de 19.1%. La poursuite de l'amélioration de la composition du portefeuille a entraîné une croissance des activités à revenus récurrents, la part des revenus récurrents ayant augmenté, passant de 29% au cours de l'exercice 2021 à 33% au cours de l'exercice 2022.

Le chiffre d'affaires total a diminué de 5% pour atteindre CHF 655.2 millions au cours de l'exercice 2023. Ce recul est à mettre sur le compte d'une diminution dans le segment de l'immobilier (-13.3%) et de la gestion des villes (-14.5%). Ceci est principalement dû à l'impact de la dévaluation de l'EGP et à l'exposition élevée aux destinations égyptiennes. En revanche, le chiffre d'affaires des hôtels a augmenté de 19.4%, malgré les effets négatifs de la dévaluation de l'EGP et des tensions géopolitiques. Par ailleurs, une vente de terrains a contribué à hauteur de CHF 11.5 millions au chiffre d'affaires total de l'exercice 2023, soit 2% du chiffre d'affaires global.

Au cours de l'exercice 2023, le segment de l'immobilier a représenté 72.3% (dont la gestion des villes avec 10.9%) du chiffre d'affaires total. En 2023, la part des activités à revenus récurrents⁸ a encore augmenté (37% au cours de l'exercice 2023). Malgré un environnement de marché difficile, Orascom a pu augmenter son chiffre d'affaires total de 20.7% au premier semestre 2024 (par rapport au premier semestre 2023⁹).

Évolution historique de la marge EBITDA ajustée

L'amélioration continue des performances opérationnelles du segment de l'hôtellerie et de la gestion des villes a conduit à une augmentation de la productivité. Ceci s'est traduit par une marge EBITDA ajustée de 24.3% au cours de l'exercice 2021. Ce, malgré les défis auxquels le segment de l'hôtellerie fait face en raison de la pandémie de COVID-19.

Au cours de l'exercice 2022, une marge EBITDA ajustée de 27.1% a été atteinte, stimulée par d'excellents résultats en termes de chiffre d'affaires et une performance opérationnelle encore améliorée.

⁸ Sur la base des actifs générateurs de revenus récurrents tels que des hôtels, des marinas, des terrains de golf, des restaurants et des points de vente au détail.

⁹ Au 30 juin 2023, le chiffre d'affaires total s'élevait à CHF 253.8 millions.

Une marge EBITDA toujours élevée de 26.6% a été maintenue au cours de l'exercice 2023 grâce à l'accélération de la croissance du chiffre d'affaires total par chambre disponible¹⁰, associée à l'excellence opérationnelle et à une amélioration de la qualité et de la rentabilité des services et des infrastructures.

Malgré une hausse des coûts de construction dans le segment de l'immobilier, une marge EBITDA solide a été atteinte au premier semestre 2024, soutenue par l'effet continu des mesures d'excellence opérationnelle mises en place, qui continuent de produire des résultats positifs.

Évolution historique des CAPEX

Les dépenses d'investissement (CAPEX) se situaient dans une fourchette comprise entre 10.7% et 19.2% du chiffre d'affaires entre 2021 et le 30 juin 2024. En 2023, les investissements en Egypte comprenaient des rénovations visant à améliorer l'expérience client et à augmenter la performance.

Évolution historique de l'endettement net et des fonds propres

En 2019, la société a émis un emprunt obligataire d'un montant de CHF 100.0 millions, marquant sa première émission d'obligations publiques de son histoire. Le produit de cet emprunt obligataire a été affecté pour financer les investissements nécessaires au développement des destinations de la société. Arrivé à échéance en octobre 2024, l'emprunt a été immédiatement refinancé par un nouvel emprunt obligataire abouti de CHF 100.0 millions avec un coupon de 4.0% et une durée de cinq ans. En outre, la plus grande filiale égyptienne, ODE, a conclu une facilité de crédit de USD 155.0 millions avec l'International Finance Corporation («IFC»), qui servira principalement à refinancer partiellement la dette existante d'ODE et financer des opportunités de croissance potentielles, en particulier à El Gouna. Malgré un environnement de marché difficile, Orascom a pu maintenir un bilan stable au cours des exercices 2023 et 2024.

¹⁰ Le chiffre d'affaires total par chambre disponible comprend également d'autres revenus liés aux clients tels que l'alimentation et les boissons, le divertissement, la blanchisserie et d'autres services.

2.4 Analyse de marché

Orascom développe des communautés intégrées en Europe, au Moyen-Orient et en Afrique du Nord. Ainsi, le groupe est actif dans le développement urbain intégré, la construction immobilière, l'immobilier ainsi que dans le segment hôtelier et touristique. L'analyse de marché se concentre sur les deux segments principaux de l'immobilier et du tourisme et tient compte des enjeux et tendances actuels dans chaque segment.

Immobilier

Les tendances à long terme telles que la démographie, la numérisation et la décarbonisation remodelent les priorités en termes d'investissement

Les experts de la branche prévoient une augmentation de l'activité des investissements dans l'immobilier, stimulée par une politique monétaire plus claire aux États-Unis, en Europe et en Asie-Pacifique. Cet optimisme trouve son origine dans les attentes de stabilisation des prix, les acheteurs et les vendeurs s'adaptant à la persistance des taux d'intérêt élevés, bien qu'une reprise significative du secteur ne puisse se matérialiser qu'à partir de 2025. Un contexte géopolitique difficile marqué par des conflits et de nombreuses élections en cours, contribue à l'instabilité politique et entrave la planification des infrastructures à long terme. Malgré les difficultés économiques actuelles, les experts expriment un certain soulagement, car l'inflation et les taux d'intérêt semblent avoir atteint leur point culminant. La clarté de la politique monétaire, en particulier aux États-Unis et en Asie-Pacifique, a renforcé la confiance. Toutefois, certaines incertitudes, en particulier les risques géopolitiques liés aux conflits en cours en Ukraine et à Gaza, représentent des perturbations potentielles et compliquent les prévisions futures.¹¹

En outre, les tendances à long terme telles que la démographie, la numérisation et la décarbonisation remodelent les priorités en matière d'investissement, l'accent étant mis de plus en plus sur les aspects ESG. Cette évolution nécessite une approche transformatrice de l'immobilier qui s'aligne sur les objectifs de développement durable, créant de nouvelles opportunités d'investissement au sein de la branche.

Les segments alternatifs deviennent plus attrayants

Les investisseurs immobiliers délaissent de plus en plus les secteurs fortement influencés par le contexte macroéconomique, tels que les surfaces de bureaux et les surfaces de vente au détail. Au lieu de cela, ils privilégient des secteurs portés par des tendances démographiques stables.

Ces zones comprennent divers types de propriétés résidentielles telles que des unités locatives, des logements pour étudiants et des logements pour seniors, des infrastructures logistiques et des entrepôts, ainsi que des biens immobiliers

¹¹ PwC et l'Urban Land Institute (2024), Emerging Trends in Real Estate Global Outlook 2024, p. 4, 7 et 8.

dans le secteur des soins de santé. Tous ces secteurs sont considérés comme plus résilients, car la demande est basée sur les besoins démographiques à long terme, plutôt que sur des cycles économiques. Des données récemment collectées montrent que davantage de capitaux sont investis dans les espaces industriels et résidentiels que dans les espaces traditionnels de bureaux et de vente au détail.¹²

Marché immobilier au Moyen-Orient et en Afrique du Nord

Le marché immobilier au Moyen-Orient et en Afrique du Nord («MOAN»), en particulier dans les pays de la péninsule arabique, affiche une forte croissance et des perspectives positives pour 2024.¹³ Malgré les turbulences économiques mondiales en 2023, l'environnement immobilier dans cette région est resté stable.¹⁴ La valeur totale des projets immobiliers, tant en cours de planification qu'en cours de réalisation, dans l'économies respectives (Arabie saoudite, Bahreïn, Émirats arabes unis, Koweït, Oman, Qatar) devrait atteindre environ USD 1.68 billions en 2024, contre USD 1.38 billions l'année précédente.¹⁵

Prix des logements dans les États du Golfe

Dans le secteur résidentiel, la performance des prix des appartements et villas a affiché une tendance positive constante tout au long de 2023 dans les États du Golfe, les ventes de villa étant principalement influencées par la superficie des parcelles.¹⁶ En outre, la croissance démographique prévue de 2 à 3% pourrait encore renforcer le marché immobilier, et des baisses potentielles des taux d'intérêt à fin 2024 pourraient améliorer l'accessibilité au financement. Néanmoins, les tensions géopolitiques actuelles restent un facteur de risque important dans ce cas également.¹⁷

Marché immobilier égyptien

Le marché immobilier égyptien a connu une croissance importante ces dernières années, en particulier dans des villes comme le Caire, avec une demande en constante augmentation pour les biens immobiliers résidentiels. Au Caire, plus de 7'000 logements ont été construits au cours des premiers mois de 2024. Dans le même temps, le prix de vente et de la location ont augmenté.¹⁸ D'après Mordor Intelligence, le marché immobilier résidentiel égyptien devrait atteindre une valeur de USD 20.02 milliards en 2024 et connaître une croissance à un taux de croissance annuel composé (Compound Annual Growth Rate, «CAGR») de 11.0%, pour atteindre, selon les prévisions, USD 33.67 milliards d'ici 2029.¹⁹

¹² PwC et l'Urban Land Institute (2024), Emerging Trends in Real Estate Global Outlook 2024, p. 12.

¹³ CBRE (2024), Real Estate Market Outlook 2024 Europe, p. 5.

¹⁴ Sidra Capital (2024), GCC Real Estate Outlook: 2024 Marked by Optimism and Predictability, p. 3.

¹⁵ Sidra Capital (2024), GCC Real Estate Outlook: 2024 Marked by Optimism and Predictability, p. 4.

¹⁶ CBRE (2024), Real Estate Market Outlook 2024 Europe, p. 11.

¹⁷ Sidra Capital (2024), GCC Real Estate Outlook: 2024 Marked by Optimism and Predictability, p. 7.

¹⁸ JLL (2024), Egypt Construction Market Intelligence Report Q1 2024, p. 4-5.

¹⁹ Mordor Intelligence. Taille du marché immobilier résidentiel égyptien.

Le marché immobilier en Europe

Le marché immobilier européen est en pleine reprise, les pressions inflationnistes s'atténuant et la croissance économique surprenant par sa vigueur, notamment dans des pays comme l'Allemagne et l'Espagne. Si le volume des transactions reste faible en raison d'un écart dans les attentes des acheteurs et des vendeurs en matière de prix, la demande d'actifs de qualité, en particulier dans les secteurs de la logistique et de l'habitation, continue d'augmenter. Malgré un environnement de marché difficile, le secteur affiche des signes de stabilisation, les loyers augmentant dans des domaines tels que les espaces de bureaux et les immeubles d'habitation, en raison de la pénurie de l'offre.²⁰

Selon Mordor Intelligence, la taille du marché immobilier résidentiel européen devrait s'élever à USD 1.95 billions en 2024 et croître à un CAGR de 4.5%, pour atteindre USD 2.43 billions d'ici 2029.²¹

Les facteurs démographiques sont à l'origine de la demande de logements, le nombre de ménages dans les capitales européennes devant augmenter de 3% au cours des cinq prochaines années.²²

Hausse des coûts de construction et tensions géopolitiques pourraient retarder les baisses de taux d'intérêt

En Europe, les perspectives sont empreintes de risques géopolitiques. Une escalade de la crise au Moyen-Orient ou une exacerbation des tensions géopolitiques dans d'autres régions pourraient ébranler la confiance des acteurs du marché et entraîner une hausse des prix des matières premières. La hausse des prix des produits de base, à son tour, peut entraîner une hausse des taux d'inflation, ce qui pourrait retarder les réductions des taux d'intérêt prévues ou même provoquer de nouvelles hausses des taux directeurs.

Tourisme et hôtellerie

Tourisme et hôtellerie dans les pays du CCG

Dans la plupart des pays du Golfe, le secteur hôtelier a enregistré une croissance continue du nombre de visiteurs tout au long de 2023, les principaux indicateurs de performance dépassant largement les niveaux d'avant la pandémie de COVID-19. Le climat de marché reste globalement positif et, selon CBRE, la fréquentation dans les États du Golf devrait continuer de croître en 2024. À Bahreïn, par exemple, de nouveaux complexes touristiques de luxe et des hôtels urbains devraient ouvrir, tandis qu'en Arabie saoudite, le marché de l'hôtellerie évolue également avec la création de nouvelles destinations intérieures. En particulier, les biens immobiliers à des niveaux de prix inférieurs, souvent rattachés à des centres de vente au détail et de loisirs, ont surclassé les sites cinq étoiles exclusifs en termes d'occupation. À Abou Dhabi et à Dubaï, les hôtels de

²⁰ UBS Real Estate Outlook – Europe, Edition May 2024, A new cycle begins.

²¹ Mordor Intelligence, Europe residential real estate market size & share analysis – growth trends & Forecasts 2024-2029.

²² Mordor Intelligence, Europe residential real estate market size & share analysis – growth trends & Forecasts 2024-2029.

luxe en bord de mer devraient conserver une place de premier plan, tandis qu'aux EAU, diverses initiatives gouvernementales visent à promouvoir le potentiel de zones auparavant négligées.²³

Tourisme en Égypte

Pour l'économie égyptienne, le tourisme est une source essentielle de revenus et le secteur s'est considérablement redressé depuis la pandémie. En 2023, la contribution du secteur des voyages et du tourisme au PIB égyptien a progressé de près de 24%, tandis que les dépenses des visiteurs internationaux ont augmenté de 38.5% d'une année à l'autre.²⁴

Tourisme en Europe

En ce qui concerne le marché européen dans son ensemble, il est prévu que le tourisme international de loisirs connaisse une reprise significative en 2024. Toutefois, les conflits en cours en Ukraine et au Moyen-Orient pourraient inciter certains voyageurs à déplacer leur itinéraire vers l'Europe du Nord et de l'Ouest, comme cela a été observé dans les périodes de conflit antérieures. Selon CBRE, le chiffre d'affaires par chambre disponible devrait diminuer pour atteindre un taux élevé à un chiffre en 2024. En outre, les secteurs du luxe et des complexes touristiques devraient continuer à surclasser d'autres secteurs. Étant donné que la demande des consommateurs appartenant aux groupes à revenu élevé est moins sensible aux turbulences macroéconomiques.²⁵

Entre 2009 et 2022, l'offre hôtelière globale en Europe a connu un CAGR de 1.4%. Cependant, en 2024, cette croissance devrait ralentir pour atteindre seulement 1% du CAGR. Le Royaume-Uni et l'Allemagne sont à la tête du développement de l'hôtellerie européenne, puisqu'ils représentent plus d'un tiers du total des projets hôteliers prévus entre 2024 et 2028. D'autres marchés comme la France, l'Espagne ou l'Italie devraient, quant à eux, connaître un développement hôtelier limité, tout en attirant les chiffres les plus élevés de visiteurs internationaux en 2024 et au-delà.²⁶

Le développement durable, principale tendance du marché

Le développement durable, principale tendance du marché immobilier

L'ESG devrait être le facteur ayant le plus d'importance dans le secteur de l'immobilier d'ici 2050, cette tendance étant confirmée par près de 90% des jeunes interrogés. Toutefois, des conditions de marché difficiles peuvent freiner les initiatives ESG, même si le secteur reconnaît le potentiel de l'ESG pour stimuler la valeur et les revenus à long terme.²⁷

²³ CBRE (2024), Real Estate Market Outlook 2024 Europe, p. 13.

²⁴ World Travel & Tourism Council (2024), Travel & Tourism in Egypt injected a record.

²⁵ CBRE (2024), Real Estate Market Outlook 2024 Europe, p. 30.

²⁶ CBRE (2024), Real Estate Market Outlook 2024 Europe, p. 31.

²⁷ PwC et l'Urban Land Institute (2024), Emerging Trends in Real Estate Global Outlook 2024, p. 13.

En Europe, le développement durable façonnera de plus en plus les décisions en matière immobilière. Divers acteurs du marché s'efforceront de mieux s'aligner sur leurs objectifs ESG, pendant que la demande en matière d'amélioration des données sur les coûts-bénéfices des initiatives de durabilité augmentera.²⁸

La Commission européenne prévoit que, d'ici 2030, l'énergie solaire deviendra la principale source d'énergie dans l'Union européenne. En conséquence, diverses incitations et stratégies de financement pour le passage aux énergies renouvelables devraient être de plus en plus mises en œuvre. En plus de relever les défis liés à la sécurité énergétique, l'énergie solaire jouera un rôle important dans la réduction des émissions de gaz à effet de serre. Pour les occupants, les systèmes solaires peuvent contribuer à réduire les coûts d'occupation, tandis que pour les investisseurs et les propriétaires immobiliers, l'installation de systèmes solaires offre des possibilités d'accroître la valeur de la propriété.²⁹

Les villes jouent un rôle essentiel pour relever les défis mondiaux en matière de développement durable, car elles produisent 75% des émissions mondiales. La croissance urbaine a accéléré la déforestation, la perte de biodiversité et la réduction des habitats, 70% des denrées alimentaires mondiales produites pour les zones urbaines contribuant à la dégradation de l'environnement. La transformation durable nécessite de réévaluer les principaux systèmes urbains, tels que les infrastructures, la mobilité, l'alimentation, l'économie et l'urbanisme, afin de réduire les émissions et les déchets, de développer les espaces verts et de promouvoir des modes de vie durables. En mettant l'accent sur les infrastructures durables, les villes doivent privilégier les bâtiments durables, les transports publics efficaces et les quartiers piétonniers. Les systèmes alimentaires devraient promouvoir l'agriculture urbaine et la réduction des déchets, tandis que les systèmes économiques doivent trouver un équilibre entre croissance et conservation du capital naturel. En intégrant le développement durable dans l'aménagement urbain et en impliquant les communautés, les villes peuvent contribuer à un environnement plus sain et résilient pour leurs habitants.³⁰

²⁸ CBRE (2024), Real Estate Market Outlook 2024 Europe, p. 2 et 38.

²⁹ CBRE (2024), Real Estate Market Outlook 2024 Europe, p. 37.

³⁰ Deloitte Middle East Real Estate Predictions 2024, p. 19-23.



3 Évaluation

3.1 Méthode d'évaluation

Page 27

3.2 Évaluation Sum-of-the-Parts (SOTP)

Page 29

3.3 Analyse de l'action et estimations des analystes

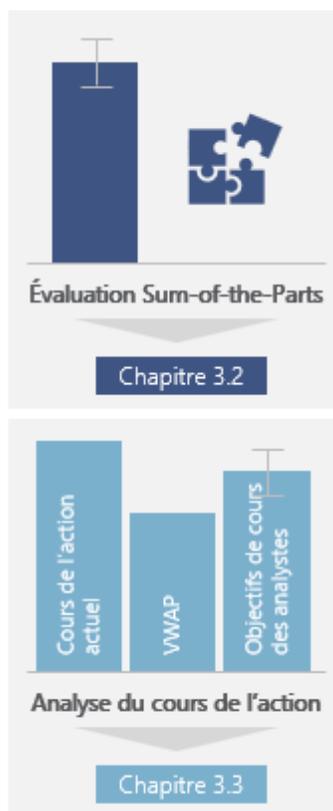
Page 50

3 Évaluation

3.1 Méthode d'évaluation

Pour refléter au mieux les caractéristiques spécifiques des activités d'Orascom, nous nous appuyons principalement sur une méthode SOTP basée sur *cash flows* pour évaluer ODH. En outre, nous prenons en compte les résultats de l'analyse du cours de l'action

Méthode d'évaluation



Nous procédons à l'évaluation d'Orascom sur une base individuelle, en appliquant différentes méthodes pour évaluer l'adéquation de l'offre présentée par LPSO d'un point de vue financier. Selon la publication du prospectus d'offre du 17 décembre 2024, la valeur par action d'ODH est calculée à la date de l'évaluation du 16 décembre 2024.

Dans le cadre de notre évaluation, la méthode *Sum-of-the-parts* basée sur *cash flows* est la plus pertinente, car elle est la plus à même de prendre en compte les spécificités des différents segments d'activité d'Orascom. Dans ce contexte, la valeur d'entreprise opérationnelle des segments de l'hôtellerie et de l'immobilier³¹ est déterminée séparément.

Dans le segment de l'hôtellerie, la méthode d'évaluation *discounted cash flow* (méthode DCF) repose sur une approche standard fondée sur un modèle infini, selon laquelle la partie de la valeur attribuable à la période postérieure à 2030 est exprimée en valeur finale («VF»). IFBC, en revanche, se fonde sur une période d'observation limitée pour évaluer la valeur du segment de l'immobilier. Dans ce cas, nous prenons en compte la construction et la vente planifiées d'unités de biens immobiliers et de terrains, ainsi que le développement nécessaire de la gestion de la ville qui en résulte, jusqu'à la fin des projections du *business plan* en 2030. Pour tenir compte des terrains non développés à ce stade, la valeur du parc foncier restant estimée par la direction à fin 2030 est en outre prise en considération.

Afin de recouper les résultats des évaluations basées sur les *cash flows*, on applique généralement des méthodes fondées sur le marché, dérivées de l'évaluation des entreprises cotées comparables (*trading multiples*) ainsi que des prix payés dans des transactions comparables (*transaction multiples*).

³¹ Comprenant les biens immobiliers, la gestion des villes, les terrains et les constructions.

Dans ce cas particulier, les *trading multiples* et *transaction multiples* ne donnent pas de résultats significatifs

Cependant, dans ce cas particulier, une évaluation basée sur les *trading multiples* ou sur les *transaction multiples* n'aboutit pas à des résultats significatifs et concluants et ce, pour les raisons suivantes:

- Les coûts corporatifs encourus tant au niveau des pays qu'au niveau du groupe ne sont pas alloués aux différents segments d'activité, tant sur le plan historique que dans le *business plan*. Par conséquent, les niveaux d'EBITDA et de *cash flow* spécifiques aux segments d'ODH tendent à être surestimés en comparaison directe avec les entreprises comparables concernées. Par conséquent, des multiples VE/EBITDA des entreprises comparables relativement plus élevés appliqués à des niveaux d'EBITDA absolus plus élevés spécifiques aux segments d'ODH conduiraient à une surévaluation.
- Étant donné que l'évaluation basée sur les *cash flows* du segment de l'immobilier³² porte sur une période d'observation limitée, les résultats de l'évaluation ne peuvent pas être recoupés à l'aide d'une méthode d'évaluation basée sur les multiples, qui prend en compte une durée indéterminée. Du point de vue de la *corporate finance*, les résultats obtenus ne seraient donc pas significatifs.
- Dans leurs évaluations, les analystes d'ODH ne recourent généralement pas non plus à des méthodes d'évaluation fondées sur les multiples.

En conséquence, la valeur par action résultant de l'analyse SOTP est uniquement comparée au cours actuel de l'action ODH, au cours moyen pondéré par le volume (*volume weighted average price*, «VWAP») du groupe pendant les 60 derniers jours de bourse, et aux derniers objectifs de cours publiés par les analystes.

³² Pour la partie des opérations du segment touchant à la construction et à la vente de biens immobiliers.

3.2 Évaluation Sum-of-the-Parts (SOTP)

3.2.1 Introduction à la méthode d'évaluation et au coût du capital

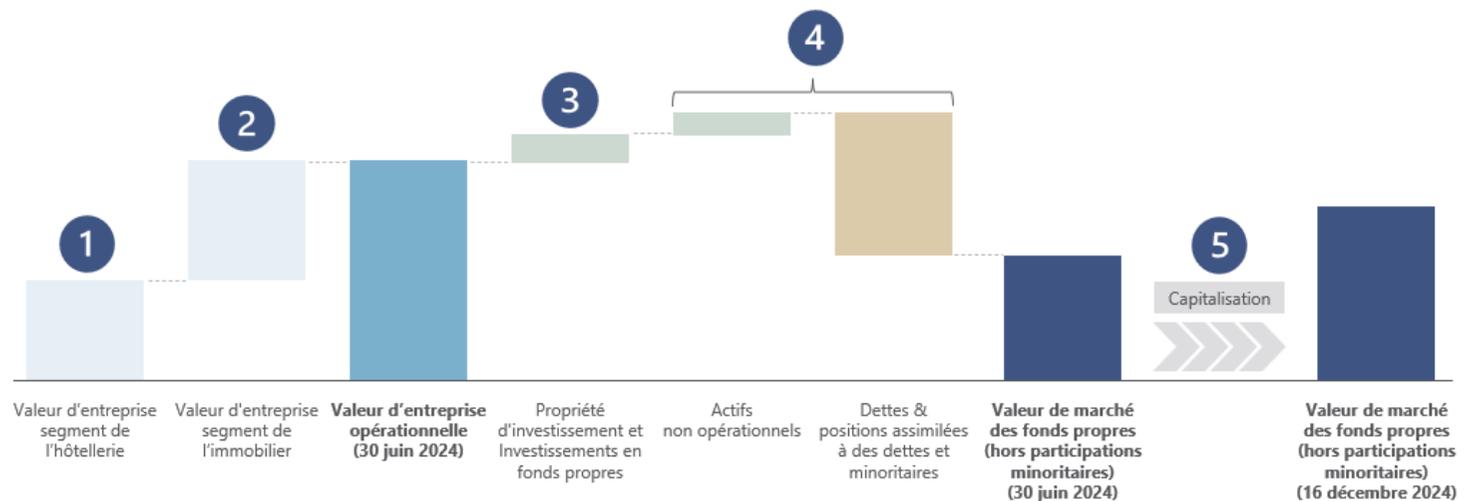
La méthode SOTP basée sur les *cash flows* qui est appliquée est conforme aux principes théoriques de *corporate finance*, ainsi qu'à la *best practice* actuelles en matière d'évaluation d'entreprises. Pour tenir compte des différents modèles d'entreprise des segments, la valeur d'une unité d'entreprise individuelle (segment) est obtenue en actualisant les *free cash flows* («FCF») futurs attendus avec le coût moyen pondéré du capital (*Weighted Average Cost of Capital*, «WACC») à la date de l'évaluation définie.

Conformément à la méthode d'évaluation décrite ci-dessus, le segment de l'hôtellerie et le segment de l'immobilier sont calculés séparément. En outre, les caractéristiques spécifiques des différentes destinations au sein des deux segments sont prises en compte en évaluant chaque destination individuellement. Les valeurs obtenues par destination sont ensuite agrégées pour obtenir les valeurs d'entreprise propres aux deux segments («VE»).

Dans le cadre de la méthode SOTP, les valeurs actualisées des coûts corporatifs sont réparties proportionnellement entre les deux segments sur la base de leur VE obtenue. La répartition fondée sur la valeur des coûts corporatifs provenant des entités de la société situées en Égypte, à Oman, au Monténégro, au Maroc et en Suisse, permet de déterminer une VE d'exploitation globale pour Orascom (en termes consolidés).

En se basant sur la méthode d'évaluation décrite ci-dessus, la valeur de marché des fonds propres d'Orascom (hors participations minoritaires) au 16 décembre 2024 est obtenue de la manière suivante:

Présentation illustrative de la méthode SOTP pour déterminer la valeur de marché de la valeur des fonds propres d'ODH



Segment de l'hôtellerie

1

Pour évaluer le segment de l'hôtellerie, une méthode DCF avec une durée indéterminée est appliquée pour chaque destination. (valeur finale comprise). Les FCF attendus pour une période de planification détaillée allant du 1^{er} juillet 2024 à la fin de l'exercice 2030 sont calculés sur la base des prévisions 2024 (6+6), du *business plan* approuvé par le CA et des informations de la direction y relatives. La partie de la valeur attribuable à la période postérieure à l'exercice 2030 est exprimée en valeur finale. Les FCF attendus du *business plan* et la valeur finale calculée sont ensuite actualisés au 30 juin 2024 en appliquant respectivement le WACC propre au segment pour chaque destination. La valeur d'entreprise du segment de l'hôtellerie au 30 juin 2024 est ensuite calculée sur la base des valeurs actualisées des futurs FCF attendus et des VF par destination.

Segment de l'immobilier

2

En revanche, la valeur d'entreprise du segment de l'immobilier est calculée selon une méthode combinée. Pour l'évaluation des activités d'ODH liées à la construction et à la vente de biens immobiliers, un modèle DCF assorti d'une durée déterminée est appliqué, ce qui correspond à une méthode de pointe pour l'évaluation de projets de développement et de biens immobiliers. Dans le cas d'espèce, cette méthode est considérée comme la plus fiable du point de vue de la *corporate finance*, puisque la génération de *cash flow* est uniquement de nature non récurrente et que les perspectives reposent exclusivement sur des prévisions sérieuses quant au nombre de biens construits puis vendus sur une certaine durée. Par conséquent, seuls les projets immobiliers actuellement en cours

de réalisation chez ODH et figurant dans le *business plan* sont pris en compte (portefeuille actuel). Selon les entretiens menés avec la direction d'Orascom, tous les projets initiés pendant la période de planification devraient être finalisés au plus tard d'ici la fin de l'exercice 2037. En conséquence, aucune composante supplémentaire de la valeur finale ne s'applique. Au lieu de cela, la période d'application du modèle d'évaluation est étendue de manière à tenir pleinement compte de toutes les entrées et sorties de trésorerie attendues jusqu'à la finalisation des projets.

Dans le cadre du segment immobilier, la gestion des villes comprend la construction des infrastructures primaires et des biens commerciaux nécessaires, par exemple le développement d'installations récréatives, d'écoles et d'hôpitaux. Ainsi, la gestion de la ville constitue la base d'une vente réussie d'unités immobilières. Une fois l'infrastructure primaire du terrain mise en place et les biens immobiliers concernés vendus, les actifs commerciaux revêtent une composante récurrente. Il s'agit notamment de l'entretien des terrains de golf et des installations sportives, de la location d'espaces de vente au détail et de restaurants, ainsi que des recettes provenant des services publics et des services liés aux équipements des villes. Ces éléments récurrents garantissent une génération de valeur durable. Cette approche intégrée allie l'investissement initial dans les infrastructures à la rentabilité à long terme des projets immobiliers. En conséquence, la contribution de la gestion des villes à la valeur de l'ensemble du segment de l'immobilier est déterminée selon la même approche méthodologique que pour le segment de l'hôtellerie, c'est-à-dire selon une évaluation DCF basée sur une durée indéterminée.

En outre, les commissions de vente payées d'avance ainsi que les unités finies mais non vendus telles qu'elles figurent au bilan au 30 juin 2024 sont considérées. Il en va de même pour le parc foncier (terrains non développés et non vendus), dont on estime qu'il demeurera après la réalisation des projets en cours de réalisation d'ODH à la fin de la période de planification (après 2030) Par ailleurs, il est présumé qu'Orascom n'acquerra pas de terrains supplémentaires pendant la période couverte par le *business plan*, ce qui signifie que le parc foncier total en possession demeurera inchangé.

Propriété d'investissement et investissements en fonds propres

3

Prise en compte de propriété d'investissement³³ ainsi que de participations dans des sociétés associées³⁴ (*Fair Value*). Afin d'éviter une double comptabilisation, les *cash flows* liés aux activités de location ainsi que les revenus des sociétés associées ont été éliminés lors du calcul des FCF servant de base à la détermination des VE spécifiques aux segments.

Actifs non opérationnels, Dettes & positions assimilées à des dettes et minoritaires

4

Selon les comptes intermédiaires d'Orascom au 30 juin 2024, les actifs non opérationnels sont additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise (trésorerie excédentaire), et les dettes, positions assimilées à des dettes (*debt-like items*)³⁵ ainsi que les participations minoritaires sont déduites. On obtient ainsi la valeur de marché des fonds propres hors participations minoritaires au 30 juin 2024.

Valeur de marché des fonds propres et valeur par action au 16 décembre 2024

5

La valeur des fonds propres obtenue est ensuite capitalisée à la date de l'évaluation au 16 décembre 2024, puis divisée par le nombre d'actions en circulation pour déterminer la valeur par action au 16 décembre 2024.

Détermination du WACC spécifique aux segments d'Orascom par pays

Conformément à la méthode d'évaluation SOTP décrite ci-dessus, le WACC spécifique au segment de l'hôtellerie, de l'immobilier et de la gestion des villes par destination est calculé de manière à tenir compte d'un niveau de taux sans risque approprié et d'un examen individuel du risque pays associé. Le tableau ci-dessous résume l'approche méthodologique générale pour la détermination du paramètre du WACC par segment et par destination pour Orascom.³⁶

³³ Immeubles détenus par le groupe générant des revenus locatifs issus de contrats de bail (p. ex. espaces dans les centres commerciaux situés dans des destinations spécifiques).

³⁴ Les participations dans les sociétés associées incluent Andermatt Swiss Alps AG («ASA»), Jordan Company for Projects and Touristic Development et Red Sea for Construction & Development. ODH détient 49% d'ASA.

³⁵ Actifs et passifs d'impôt différé (nets), provisions à court et long terme et engagements en matière de prestations de prévoyance.

³⁶ Pour plus de détails, cf. la section 5.1 en annexe.

Paramètre	Description
Taux d'intérêt sans risque pondéré par les monnaies	<ul style="list-style-type: none"> Valeur la plus élevée entre la valeur minimale définie (limite inférieure du taux d'intérêt réel de 0.00% plus l'inflation attendue à long terme) et le rendement des obligations d'État suisses à 10 ans (moyenne glissante sur un mois). Prise en compte de la différence d'inflation à long terme entre la Suisse et les pays étrangers concernés selon les monnaies pertinentes de chaque segment par destination. Sources: LSEG Data & Analytics, IMF World Economic Outlook (October 2024), direction d'ODH.
Prime de risque de marché	<ul style="list-style-type: none"> La prime de risque de marché correspond à la différence à long terme entre le rendement d'un portefeuille de marché et le taux sans risque. Elle représente la prime supplémentaire qu'un investisseur s'attend à recevoir pour un placement en actions par rapport à un placement sans risque. Conformément aux <i>best practice</i>, une prime de risque de marché implicite durable de 6.00% est appliquée. Source: IFBC.
Facteur bêta apuré des dettes	<ul style="list-style-type: none"> Le facteur bêta apuré des dettes mesure le risque systématique non diversifiable d'une société comparable financée exclusivement par des fonds propres. Afin d'augmenter la pertinence statistique de l'analyse bêta, outre le bêta d'ODH, des bêtas statistiquement significatifs du groupe d'entreprises comparables sont également analysés. Des groupes d'entreprises comparables distincts ont été établis pour l'hôtellerie, l'immobilier et la gestion des villes. La médiane du facteur bêta apuré des dettes pour chacun des trois groupes d'entreprises comparables au 30 novembre 2024 (dernier mois avant la date de l'évaluation) est basée sur des rendements hebdomadaires sur une période de 2 ans. Sources: LSEG Data & Analytics, direction d'ODH.
Facteur d'endettement	<ul style="list-style-type: none"> Le calcul de l'effet de levier est effectué en tenant compte des structures de capital cible spécifiques à chaque segment et du taux d'imposition pertinent par destination (approche Hamada).
Facteur bêta avec dettes	<ul style="list-style-type: none"> Le facteur bêta avec dettes mesure le risque systématique et reflète tant le risque opérationnel que le risque financier de chaque segment.
Prime de risque	

Paramètre	Description
Size Premium	<ul style="list-style-type: none"> Les données empiriques et la pratique montrent que les petites entreprises présentent des coûts des fonds propres significativement plus élevés que les entreprises à forte capitalisation boursière. C'est pourquoi une <i>size premium</i> est prise en compte. La size premium est calculée à l'aide de méthodes statistiques basées sur la capitalisation boursière de l'entreprise. Compte tenu de la capitalisation boursière d'ODH et de nos considérations en matière d'évaluation, une size premium de 1.99% (9e décile des primes de taille selon Kroll) est appliquée. Sources: LSEG Data & Analytics; Kroll au 31 décembre 2023.
Prime de risque pays	<ul style="list-style-type: none"> La prime de risque pays est estimée sur la base d'une méthode de volatilité relative qui regroupe les pays dans différents paniers de risques. Le regroupement des pays repose sur les notations de la dette souveraine. De plus, le facteur bêta avec dettes (<i>levered beta</i>) spécifique à chaque segment est pris en compte. Sources: LSEG Data & Analytics, IFBC.
Coût moyen des fonds propres	
Taux d'intérêt de base pondéré par les monnaies	<ul style="list-style-type: none"> Valeur la plus élevée entre la valeur minimale définie (limite inférieure du taux d'intérêt réel de 0.00% plus l'inflation attendue à long terme) et le rendement du taux swap à 5 ans (moyenne glissante sur un mois). Prise en compte de la différence d'inflation à long terme entre la Suisse et les pays étrangers concernés selon les monnaies pertinentes de chaque segment par destination. Sources: LSEG Data & Analytics, IMF World Economic Outlook (October 2024), direction d'ODH.
Spread de crédit	<ul style="list-style-type: none"> Sur la base des données actuelles du marché en ce qui concerne le spread de crédit actuel de l'emprunt obligataire d'ODH en cours. Sources: LSEG Data & Analytics.
Taux d'imposition	<ul style="list-style-type: none"> Taux d'imposition à long terme attendu par destination. Source: direction d'ODH.
Coûts moyens des fonds étrangers corrigés des impôts	

Paramètre	Description
Part de fonds propres	<ul style="list-style-type: none">Définition de la structure du capital cible propre à chaque segment sur la base de la structure du capital du groupe d'entreprises comparables correspondant.Sources: LSEG Data & Analytics, direction d'ODH.
Part des fonds étrangers (Net Debt)	
WACC au segment (par destination)	

3.2.2 Business plan du segment de l'hôtellerie

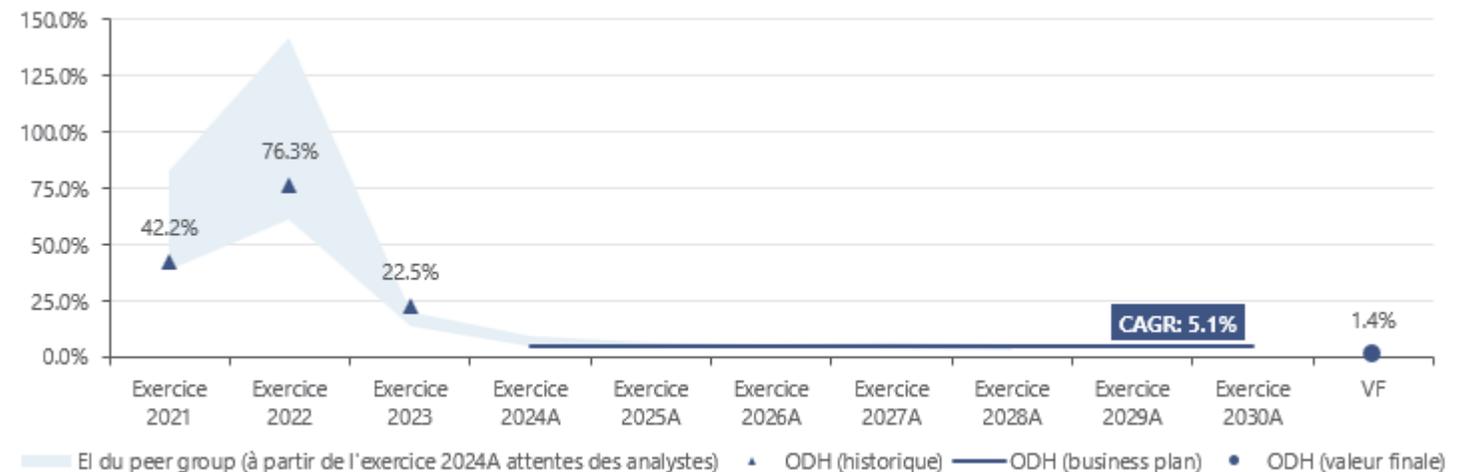
L'estimation des futurs *free cash flows* est basée sur les prévisions (6+6) pour l'exercice 2024, le *business plan* pour les exercices 2025 à 2030, les informations complémentaires fournies, ainsi que les hypothèses formulées par la direction

Hypothèses concernant l'évolution du chiffre d'affaires du segment de l'hôtellerie

Les FCF prévisionnels du segment de l'hôtellerie d'ODH pour les exercices 2024 à 2030 sont basés sur les prévisions (6+6) pour l'exercice 2024 et le *business plan* pour les exercices 2025 à 2030, qui a été approuvé par le conseil d'administration d'ODH le 15 décembre 2023, ainsi que sur les informations complémentaires et hypothèses formulées par la direction. Les hypothèses sur les valeurs durables qui ont servi de base pour la détermination de la valeur finale ont été confirmées par la direction.

Nous avons examiné les informations et hypothèses de la direction d'ODH concernant le segment de l'hôtellerie d'un point de vue indépendant et avons évalué leur plausibilité. À cette fin, les principales hypothèses du business plan ont été comparées avec les estimations des analystes pour les entreprises comparables identifiées, entre autres. Les principales hypothèses sont décrites ci-dessous:

Comparaison des taux de croissance historiques et prévisionnels du segment de l'hôtellerie d'Orascom et des entreprises comparables



Sources: LSEG Data & Analytics, *business plan* et informations fournies par la direction d'Orascom.

La pandémie de COVID-19 a eu un impact significatif sur les activités hôtelières dans le monde entier. Aussi, avec des restrictions de déplacement assouplies à compter de l'exercice 2021, le volume du chiffre d'affaires d'Orascom et celui des entreprises comparables se sont instantanément redressés, ce qui a conduit à une augmentation spectaculaire de leur chiffre d'affaires au cours des exercices 2021 et 2022. La croissance des recettes d'Orascom au cours de l'exercice 2023 s'est relativement ralentie, malgré une nouvelle hausse des taux d'occupation, due principalement à la dévaluation de la livre égyptienne. Cependant, par rapport au groupe de société comparables, la croissance du chiffre d'affaires atteinte pour l'exercice 2023, qui s'élevait à 22.5%, est légèrement supérieure à l'écart interquartile des entreprises comparables (quartile de 25% à 75% ou «EI»).

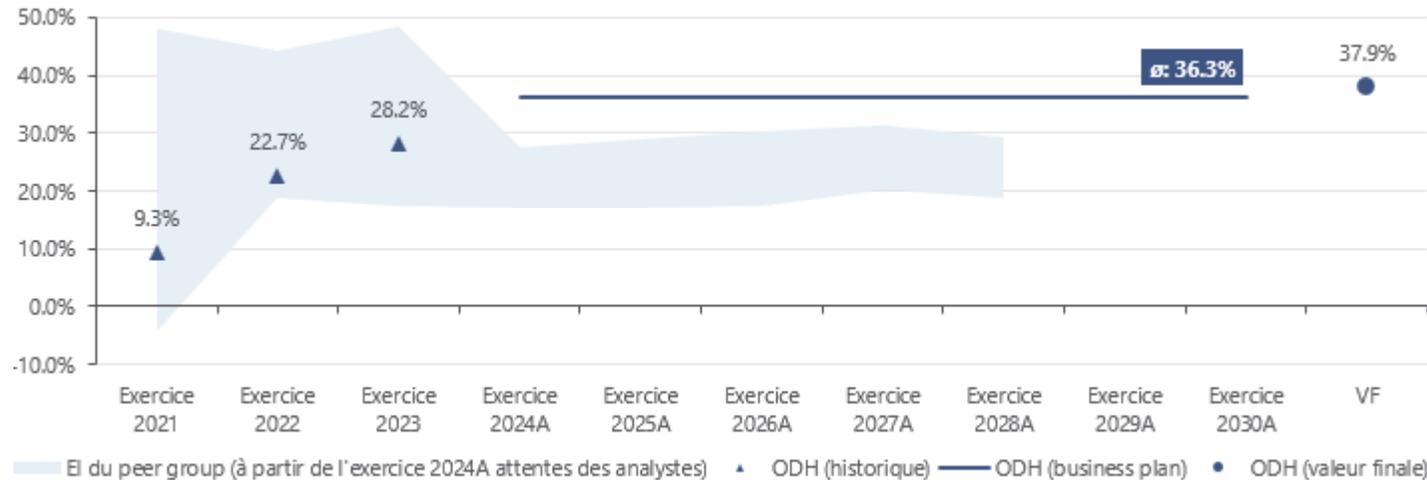
Pour les exercices 2024 à 2030, la direction s'attend à un CAGR de 5.1%. Le taux de croissance annuel prévisionnel se situe ainsi à la limite supérieure de l'EI des prévisions des analystes pour les entreprises comparables. Les taux de croissance annuels médians attendus se situent entre 7.0% (exercice 2024) et 4.5% (exercice 2028).

Pour le calcul de la valeur finale, un taux de croissance durable de 1.4% est présumé, ce qui correspond aux prévisions d'inflation à long terme pondérées pour les destinations concernées.³⁷

³⁷ Source: IMF, World Economic Outlook, octobre 2024.

Hypothèses relatives à la marge EBITDA dans le segment de l'hôtellerie

Comparaison des marges EBITDA historiques et prévisionnelles du segment de l'hôtellerie d'Orascom et des entreprises comparables³⁸



Sources: LSEG Data & Analytics, *business plan* et informations fournies par la direction d'Orascom.

La marge EBITDA d'Orascom de 9.3% pour l'exercice 2021, 22.7% pour l'exercice 2022 et 28.2% pour l'exercice 2023 se situe dans l'EI du groupe d'entreprises comparables.

Grâce à la restructuration des processus internes et à l'amélioration de l'excellence opérationnelle qui en découle, Orascom est parvenue ces dernières années à améliorer continuellement sa marge dans son segment de l'hôtellerie, en plus d'avoir un impact positif sur les effets de la reprise après la pandémie.

L'EI des marges EBITDA prévues par les analystes pour les entreprises comparables, s'agissant des exercices 2024 à 2028, se situe entre 17.1% et 31.2%. Les marges EBITDA prévisionnelles pour le segment de l'hôtellerie d'Orascom devraient être supérieures à cette fourchette, avec une moyenne de 36.3% pour les exercices 2024 à 2030. La direction d'Orascom considère

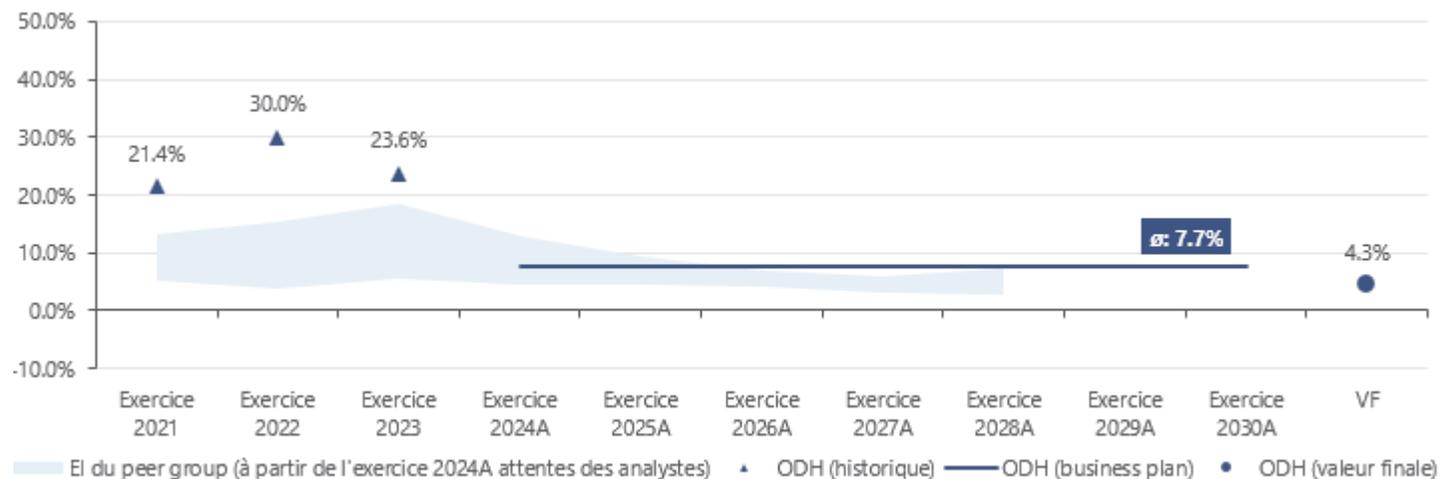
³⁸ Les effets des normes IFRS 16 et ASC 842 ont été éliminés dans les EBITDA historiques et futurs des entreprises comparables afin de garantir une comparabilité cohérente entre les entreprises analysées.

une marge EBITDA de 37.9% comme durable à long terme. La marge EBITDA durable présumée d'Orascom dépasse l'estimation des analystes pour les entreprises comparables du segment dès l'exercice 2028.

Il convient de relever que les marges historiques et prévisionnelles indiquées pour ODH sont généralement surestimées par rapport aux entreprises comparables considérées, car les coûts corporatifs ne sont pas répartis au niveau des segments et ne sont donc pas inclus dans l'EBITDA sous-jacent.

Hypothèses concernant les CAPEX en lien avec le segment de l'hôtellerie

Comparaison des CAPEX historiques et prévisionnels en % du chiffre d'affaires d'Orascom et des entreprises comparables



Sources: LSEG Data & Analytics, business plan et informations fournies par la direction d'Orascom.

Les investissements historiques d'Orascom sont nettement supérieurs à l'EI des entreprises comparables du segment hôtelier, ce qui reflète le niveau élevé d'investissement dans le développement de nouveaux hôtels et la rénovation d'hôtels existants afin de maintenir l'attractivité des services d'hôtellerie d'ODH.

En comparaison directe, pour les exercices 2024 à 2030, la direction d'Orascom prévoit un ratio d'investissement moyen significativement inférieur de 7.7%. Toutefois, en comparaison avec l'EI estimé par les analystes pour les entreprises comparables, le CAPEX annuel moyen en % du chiffre d'affaires évolue toujours à la limite supérieure, ce qui est lié, mais pas exclusivement, aux MBO d'Orascom.

La direction d'Orascom prévoit un niveau de CAPEX de 4.3% du chiffre d'affaires à long terme. Pour le calcul de la valeur finale, les amortissements sont supposés être équivalents au niveau de CAPEX prévu à long terme.

Taux d'imposition à long terme applicables au segment de l'hôtellerie

Sur la base des estimations de la direction d'ODH, des taux d'imposition à long terme attribués à chaque destination sont présumés pour les exercices 2024 à 2030 et le calcul de la valeur finale. Les taux d'imposition à long terme varient entre 15.0% et 22.5%.³⁹

Évolution récente et perspectives au 30 juin 2024

Au premier semestre 2024, Orascom a annoncé la conclusion de deux importants accords de monétisation. L'une d'eux concerne la vente prévue de l'hôtel The Cove Rotana Hotel à Ras El Khaimah, situé aux Émirats arabes unis. Au 30 juin 2024, les actifs et passifs correspondants sont comptabilisés comme détenus en vue de la vente dans le bilan du groupe. En ce qui concerne l'évaluation du segment de l'hôtellerie, les *cash flows* prévisionnels associés à The Cove ont été supprimés dans le *business plan* sous-jacent, et le produit attendu de la vente est considéré comme une composante de valeur distincte dans le *EV-to-Equity Bridge*.

3.2.3 Segment de l'immobilier du business plan

L'estimation des futurs *free cash flows* est basée sur les prévisions (6+6) pour l'exercice 2024, le *business plan* pour les exercices 2025 à 2030, les informations complémentaires fournies, ainsi que les hypothèses formulées par la direction

Par analogie avec le segment de l'hôtellerie, les FCF prévisionnels pour les activités du segment de l'immobilier d'ODH pour les exercices 2024 à 2030 sont basés sur les prévisions (6+6) pour l'exercice 2024 et le *business plan* pour les exercices 2025 à 2030, qui a été approuvé par le conseil d'administration d'ODH le 15 décembre 2023, ainsi que sur les informations complémentaires et hypothèses formulées par la direction. En outre, afin de saisir les recettes dans leur intégralité ainsi que les charges et les *cash flows* entrants et sortants liés à la construction et à la vente subséquente de biens immobiliers à la fin de la période de planification, une période de transition de sept ans supplémentaires, soit jusqu'en 2037, a été prise en compte.

Les hypothèses relatives aux valeurs durables servant de base pour la détermination de la valeur finale, applicable uniquement à la gestion des villes, ont été confirmées par la direction.

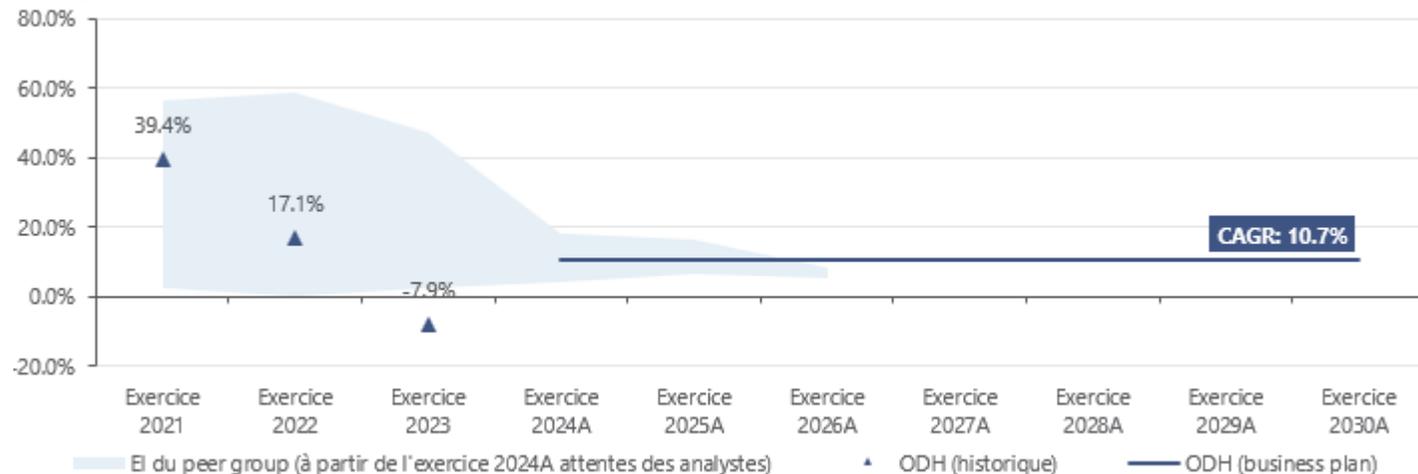
Nous avons examiné les informations et hypothèses de la direction d'ODH concernant le segment de l'immobilier d'un point de vue indépendant et avons évalué leur plausibilité. À cette fin, les principales hypothèses du business plan ont été

³⁹ Égypte: 22.50%; Oman: 15.00%; Monténégro: 15.00%.

comparées avec les estimations des analystes pour les entreprises comparables identifiées, entre autres. Les principales hypothèses sont décrites ci-dessous:

Hypothèses concernant l'évolution du chiffre d'affaires du segment de l'immobilier

Comparaison des taux de croissance historiques et prévisionnels du segment de l'immobilier d'Orascom et des entreprises comparables



Sources: LSEG Data & Analytics, *business plan* et informations fournies par la direction d'Orascom.

La croissance du chiffre d'affaires d'Orascom au cours des exercices 2021 (39.4%) et 2022 (17.1%) se situait dans l'EI des entreprises comparables et, au cours de l'exercice 2023 (-7.9%), en nettement dessous de l'EI du groupe des entreprises comparables. La baisse de la croissance du chiffre d'affaires, qui finira par être négative, est principalement due à l'exposition élevée aux destinations égyptiennes et à l'impact de la dévaluation du GEP correspondant.

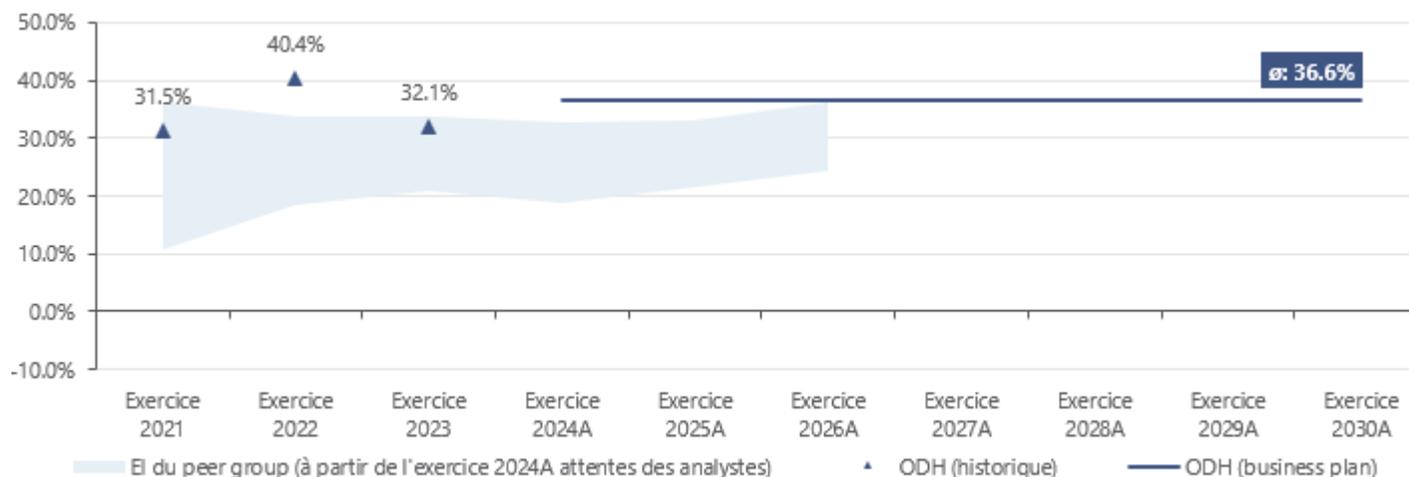
Pour les exercices 2024 à 2030, la direction prévoit un CAGR de 10.7%. Le taux de croissance annuel moyen à partir de l'exercice 2026E se situe dans la partie supérieure de l'EI prévu par les analystes pour les entreprises comparables.⁴⁰ La croissance présumée par Orascom dans son *business plan* est étayée par la croissance attendue pour le segment de

⁴⁰ Contrairement à l'analyse comparative du *business plan* du segment de l'hôtellerie, l'EI du groupe d'entreprises comparables n'est considéré comme significatif que jusqu'en 2026, en raison du nombre insuffisant de prévisions d'analystes pour les périodes suivantes.

l'immobilier. Au-delà de l'exercice 2030, la croissance annuelle du chiffre d'affaires est négative, car la majeure partie du chiffre d'affaires provient de la construction et de la vente de biens immobiliers, et les flux de revenus correspondants résultant de la réalisation des projets en cours dans le portefeuille sont susceptibles de disparaître. Un taux de croissance de la valeur finale correspondant aux anticipations d'inflation à long terme selon les destinations concernées est appliqué à la gestion des villes uniquement.

Hypothèses relatives à la marge EBITDA dans le segment de l'immobilier

Comparaison des marges EBITDA historiques et prévisionnelles du segment de l'immobilier d'Orascom et des entreprises comparables ⁴¹



Sources: LSEG Data & Analytics, *business plan* et informations fournies par la direction d'Orascom.

La marge EBITDA d'Orascom de 31,5% pour l'exercice 2021 et de 32,1% pour l'exercice 2023 se situe dans l'EI; la marge EBITDA de 40,4% pour l'exercice 2022 est visiblement supérieure à l'EI des entreprises comparables. Le résultat en 2022 a été stimulé par de solides résultats en termes de chiffre d'affaires et une meilleure performance opérationnelle qui ont contrebalancé de manière disproportionnée la dévaluation de l'EGP.

⁴¹ Les effets des normes IFRS 16 et ASC 842 ont été éliminés dans les EBITDA historiques et futurs des entreprises comparables afin de garantir une comparabilité cohérente entre les entreprises analysées.

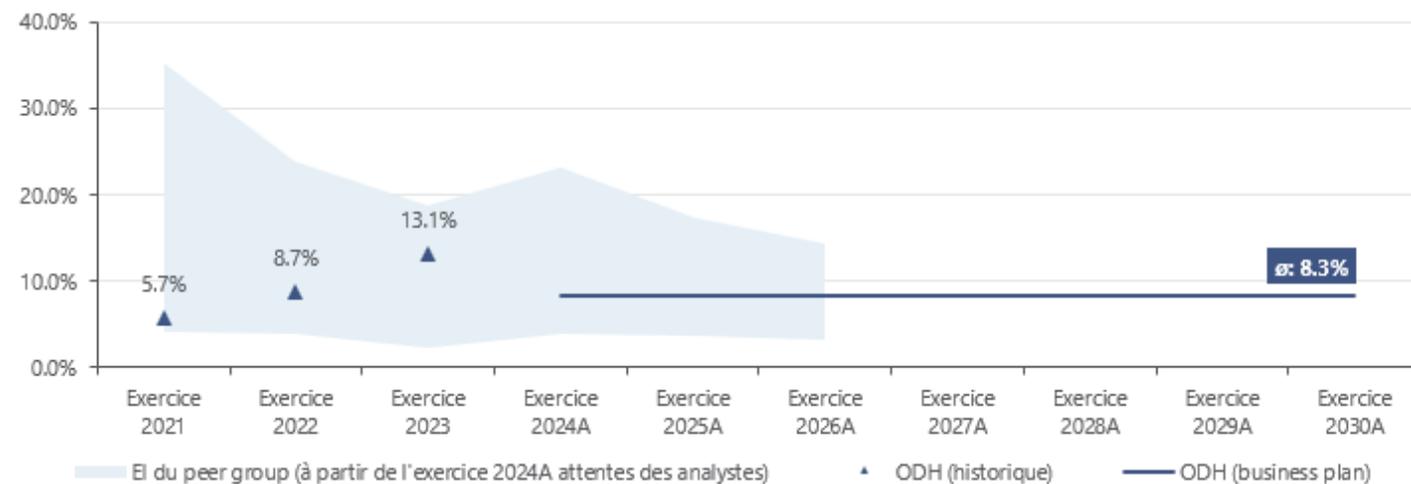
L'EI des marges EBITDA des entreprises comparables prévu par les analystes pour les exercices 2024 à 2026 se situe entre 18.6% et 36.2%.⁴² La direction d'Orascom prévoit une marge EBITDA légèrement supérieure à la limite supérieure de l'EI, avec une moyenne de 36.6% pour les exercices 2024 à 2030.

Comme pour le segment de l'hôtellerie, les marges historiques et prévisionnelles du segment de l'immobilier d'ODH ont tendance à être surestimées par rapport aux entreprises comparables considérées, car les coûts corporatifs ne sont pas répartis au niveau des segments et ne sont donc pas inclus dans l'EBITDA sous-jacent.

Pour la partie récurrente des opérations en relation avec la gestion des villes dans le segment immobilier, une marge EBITDA durable de 15.8% est appliquée dans le calcul de la valeur finale.⁴³

Hypothèses concernant les CAPEX en lien avec le segment de l'immobilier

Comparaison des CAPEX historiques et prévisionnels en % du chiffre d'affaires pour le segment de l'immobilier d'Orascom et les entreprises comparables



Sources: LSEG Data & Analytics, *business plan* et informations fournies par la direction d'Orascom.

⁴² Contrairement à l'analyse comparative du *business plan* du segment de l'hôtellerie, l'EI du groupe d'entreprises comparables n'est considéré comme significatif que jusqu'en 2026, en raison du nombre insuffisant de prévisions d'analystes pour les périodes suivantes.

⁴³ Corrigé des produits et des charges liés à l'activité locative.

Entre 2021 et 2023, le montant annuel des investissements d'Orascom dans le segment de l'immobilier s'est situé entre CHF 25.3 millions et CHF 63.1 millions, ce qui correspond à un ratio d'investissement (CAPEX en pourcentage du chiffre d'affaires) compris entre 5.7% et 13.1%. La grande majorité des CAPEX liés au segment de l'immobilier provient de la gestion des villes en ce qui concerne la construction d'infrastructures primaires et secondaires. Les CAPEX en % du chiffre d'affaires des exercices 2021 à 2023 se situent dans l'EI des entreprises comparables.⁴⁴

Pour les exercices 2024 à 2030, la direction d'Orascom prévoit un ratio d'investissement moyen de 8.3%, qui se situe au milieu de la fourchette de l'EI estimé par les analystes pour les entreprises comparables. La direction part du principe que les CAPEX prévus jusqu'à fin 2030 sont suffisants pour réaliser avec succès les projets de construction et de vente de biens immobiliers.

Étant donné que la construction et la vente de biens immobiliers supplémentaires associées à des projets futurs qui n'ont pas encore démarré ne figurent pas dans le *business plan*, le niveau durable des CAPEX présumé pour évaluer les opérations de gestion des villes ne prend en compte que la maintenance des infrastructures primaires et secondaires existantes à la fin de l'exercice 2030 et aucun autre investissement de croissance.

Impôts

Sur la base des estimations de la direction d'ODH, des taux d'imposition à long terme attribués à chaque destination sont présumés pour les exercices 2024 à 2030 et le calcul de la valeur finale. Les taux d'imposition à long terme varient entre 15.0% et 25.0%.⁴⁵

Évolution récente et perspectives au 30 juin 2024

Orascom a annoncé la vente aboutie d'une parcelle de 145'266 m² à El Gouna pour CHF 29.5 millions au cours du premier semestre 2024. Par ailleurs, une autre parcelle située à El Gouna, d'une superficie de 110'000 m², a récemment été vendue pour CHF 33 millions comme annoncé par le groupe en date du 12 novembre 2024. Cette vente de terrains a donc été prise en compte dans l'évaluation du segment de l'immobilier, de même que les modalités de paiement convenues pour les cinq prochaines années.⁴⁶

⁴⁴ Contrairement à l'analyse comparative du *business plan* du segment de l'hôtellerie, l'EI du groupe d'entreprises comparables n'est considéré comme significatif que jusqu'en 2026, en raison du nombre insuffisant de prévisions d'analystes pour les périodes suivantes.

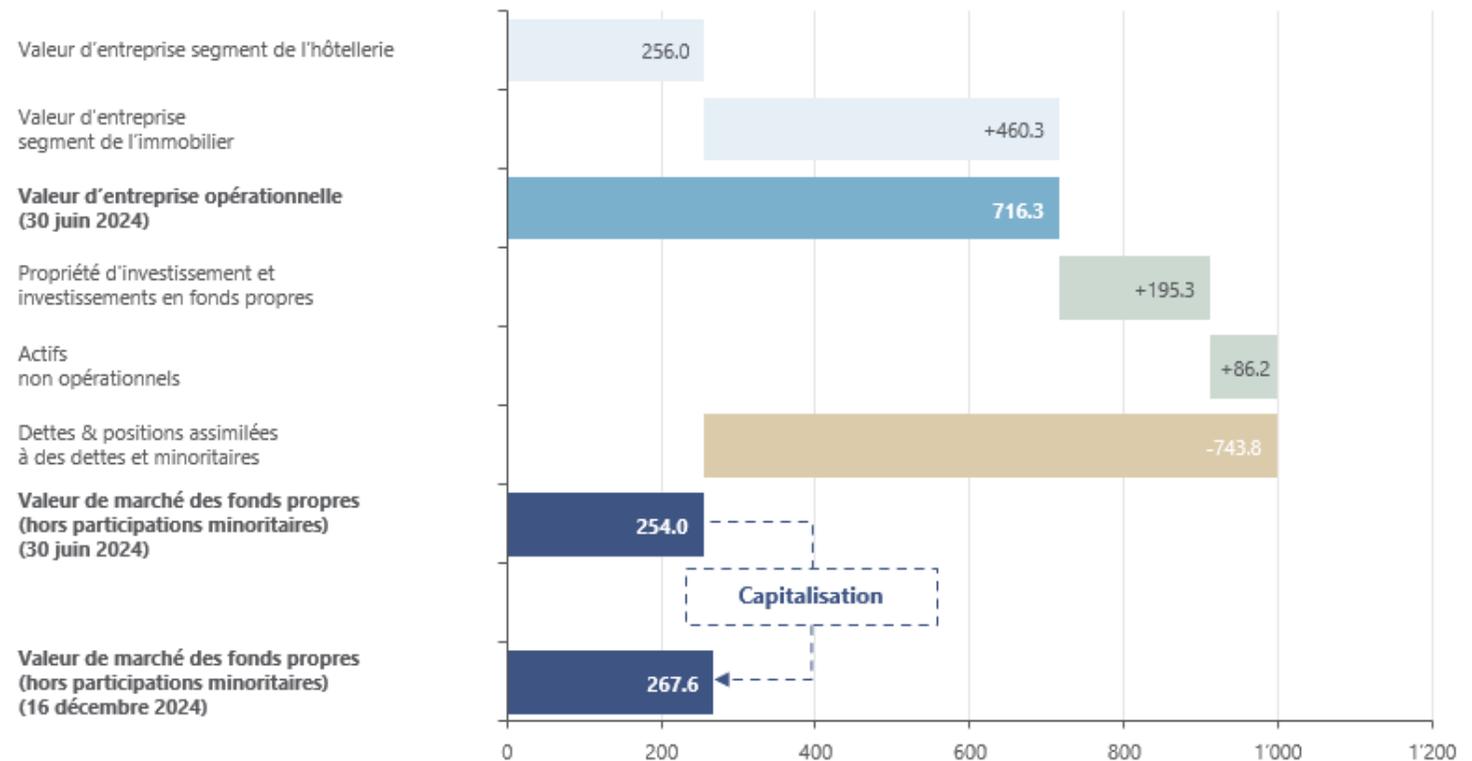
⁴⁵ Égypte: 22.50%; Oman: 15.00%; Monténégro: 15.00%; Royaume-Uni: 25.00%.

⁴⁶ Cf. communiqué d'ODH du 12 novembre 2024 dans lequel Orascom Development Holding SA annonce la vente d'une parcelle dans sa destination phare, El Gouna, pour CHF 33 millions.

3.2.4 Détermination de la valeur des fonds propres

La valeur des fonds propres d'Orascom au 16 décembre 2024 s'élève à CHF 267.6 millions

Détermination de la valeur des fonds propres d'Orascom au 16 décembre 2024 (en millions de CHF)



Source: IFBC.

Calcul de la valeur
des fonds propres

Selon la méthode SOTP basée sur les *cash flows*, les valeurs d'entreprise du segment de l'hôtellerie ainsi que celles du segment de l'immobilier ont été déterminées séparément⁴⁷ en actualisant les FCF attendus par destination avec les WACC par segment et destination. Ainsi, la valeur d'entreprise opérationnelle d'Orascom s'élevait à CHF 716.3 millions au 30 juin 2024.⁴⁸ Propriété d'investissement, les investissements en fonds propres ainsi que les actifs hors exploitation sont additionnés, et les dettes, les postes assimilables à des dettes (*debt-like items*) et les minoritaires sont déduits de la valeur opérationnelle de l'entreprise au 30 juin 2024 pour obtenir la valeur de marché des fonds propres.

Propriété d'investissement et les investissements en fonds propres (*at fair value*), d'un montant de CHF 195.3 millions, se composent principalement des biens immobiliers détenus par le groupe qui génèrent un revenu locatif dans le cadre de contrats de bail (p. ex. locations d'espaces commerciaux à des tiers dans des destinations spécifiques), ainsi que de la participation de 49% dans Andermatt Swiss Alps AG⁴⁹.

Les actifs hors exploitation d'un montant de CHF 86.2 millions au 30 juin 2024 consistent principalement en des liquidités excédentaires, sur la base d'une évaluation de la gestion réalisée et validée de manière indépendante par IFBC concernant le niveau de liquidité requis pour l'exploitation.

Les dettes, les postes assimilables à des dettes (*debt-like items*) et les participations minoritaires, qui s'élèvent ensemble à CHF 743.8 millions au 30 juin 2024, sont déduits de la valeur opérationnelle de l'entreprise. La part des passifs financiers portant intérêt représente un total de CHF 556.5 millions (prêts d'actionnaires inclus). Cette différence de montant s'explique principalement par les provisions courantes et non courantes ainsi que par les participations minoritaires.

La valeur des fonds propres obtenue pour Orascom, d'un montant de CHF 254.0 au 30 juin 2024, est finalement capitalisée à la date de l'évaluation. Il en résulte une valeur des fonds propres au 16 décembre 2024 de CHF 267.6 millions.

⁴⁷ Sur la base des valeurs d'entreprise dérivées des deux segments, le *fair value* des coûts corporatifs a été répartie proportionnellement entre les deux segments dans le cadre de l'approche SOTP.

⁴⁸ Y compris la valeur comptable du parc foncier restant à fin 2030, commissions de vente payées d'avance ainsi que les biens immobiliers terminés mais non vendus au 30 juin 2024.

⁴⁹ *Fair Value* d'ASA prise en compte dans l'évaluation est basée sur une évaluation réalisée par la direction. Cette évaluation a été effectuée dans le cadre de la révision des comptes annuels d'ODH au 31 décembre 2023, dans le cadre du test annuel de dépréciation (*impairment testing*).

Valeur par action en CHF

Au 16 décembre 2024, un total de 59'822'366 actions ont été émises. D'après la direction, Orascom détient actuellement 221'271 de ces actions sous forme d'actions propres, lesquelles doivent donc être déduites du nombre total d'actions émises. Le nombre correspondant d'actions en circulation s'élève à 59'601'095. En divisant la valeur des fonds propres de CHF 267.6 millions au 16 décembre 2024 par ce nombre d'actions, on obtient une valeur par action de CHF 4.49.

Segment de l'hôtellerie | Analyses de sensibilité relatives à la valeur par action d'Orascom au 16 décembre 2024 (en CHF)

Analyses de sensibilité des facteurs de valeur clés sous-jacents pour l'évaluation du segment de l'hôtellerie

		Δ marge EBITDA durable en %				
		-50pb	-25pb	-	+25pb	+50pb
Δ WACC	-50pb	4.87	4.90	4.94	4.98	5.02
	-25pb	4.64	4.67	4.71	4.75	4.79
	-	4.42	4.45	4.49	4.53	4.56
	+25pb	4.21	4.25	4.28	4.31	4.35
	+50pb	4.01	4.05	4.08	4.11	4.15

		Δ niveau annuel des CAPEX en % du chiffre d'affaires				
		+50pb	+25pb	-	-25pb	-50pb
Δ WACC	-50pb	4.79	4.87	4.94	5.02	5.09
	-25pb	4.56	4.64	4.71	4.78	4.86
	-	4.35	4.42	4.49	4.56	4.63
	+25pb	4.14	4.21	4.28	4.35	4.42
	+50pb	3.94	4.01	4.08	4.15	4.22

Les tableaux à gauche montrent les analyses de sensibilité relatives à la valeur par action d'Orascom lors du changement des principaux facteurs de valeur dans l'évaluation du segment de l'hôtellerie.

Une variation de ± 50 points de base du WACC sous-jacent par destination et de ± 50 points de base de la marge EBITDA durable présumée dans la valeur finale conduit à une fourchette de valeur allant de CHF 4.01 à CHF 5.02 par action.

Une variation identique du WACC avec un ajustement simultané des CAPEX annuels en % du chiffre d'affaires de ± 50 points de base donne une valeur par action comprise entre CHF 3.94 et CHF 5.09.

Source: IFBC.

Segment de l'immobilier | Analyses de sensibilité relatives à la valeur par action d'Orascom au 16 décembre 2024 (en CHF)

Analyses de sensibilité des facteurs de valeur clés sous-jacents pour l'évaluation du segment de l'immobilier

		Δ marge annuelle d'EBITDA en %				
		-50pb	-25pb	-	+25pb	+50pb
Δ WACC	-50pb	4.59	4.76	4.92	5.08	5.24
	-25pb	4.38	4.54	4.70	4.86	5.02
	-	4.17	4.33	4.49	4.65	4.81
	+25pb	3.97	4.13	4.29	4.44	4.60
	+50pb	3.78	3.93	4.09	4.24	4.40
		Δ niveau annuel des CAPEX en % du chiffre d'affaires				
		+50pb	+25pb	-	-25pb	-50pb
Δ WACC	-50pb	4.57	4.75	4.92	5.09	5.26
	-25pb	4.36	4.53	4.70	4.87	5.04
	-	4.15	4.32	4.49	4.66	4.83
	+25pb	3.95	4.12	4.29	4.45	4.62
	+50pb	3.76	3.92	4.09	4.25	4.42

Source: IFBC.

La seconde analyse de sensibilité est réalisée, toutes choses égales par ailleurs, en ce qui concerne le segment de l'immobilier.

Une variation de ± 50 points de base du WACC sous-jacent par destination et de ± 50 points de base des marges EBITDA par année sur la période de planification conduit à une fourchette de valeur par action Orascom allant de CHF 3.78 à CHF 5.24.

Une variation identique du WACC avec un ajustement simultané des CAPEX annuels en % du chiffre d'affaires de ± 50 points de base donnent une valeur par action comprise entre CHF 3.76 et CHF 5.26.

Résumé

- En raison des modèles d'entreprise différents des segments et des implications qui en résultent pour l'évaluation d'Orascom, l'évaluation a été réalisée en appliquant une approche SOTP plutôt que sur une base consolidée. L'application d'une méthode SOTP basée sur les *cash flows* pour déterminer la valeur de l'entreprise est conforme aux principes *corporate finance* ainsi qu'à la *best practice* actuelles en matière d'évaluation d'entreprises.
- Les hypothèses concernant les *free cash flows* reposent sur les prévisions (6+6) pour l'exercice 2024, sur le *business plan* pour l'exercice 2025 à 2030, qui a été approuvé par le CA d'Orascom le 15 décembre 2023, sur les comptes intermédiaires au 30 juin 2024, ainsi que sur les informations fournies et les hypothèses formulées par la direction.
- Pour déterminer la valeur des fonds propres, des WACC propres au segment de l'hôtellerie, de l'immobilier et de la gestion des villes par destination ont été appliqués.
- La valeur par action qui en résulte au 16 décembre 2024 s'élève à CHF 4.49.
- L'analyse de sensibilité conduit à une fourchette de valeur par action allant de CHF 3.76 à CHF 5.26.
- Dans le cadre de la présente *Fairness Opinion*, nous accordons une grande importance au résultat de l'évaluation SOTP basée sur les *cash flows*, car l'application de cette méthode est conforme aux principes théoriques de *corporate finance* ainsi qu'aux *best practice* communes en matière d'évaluation d'entreprises et permet de prendre en compte de manière adéquate dans l'évaluation les caractéristiques spécifiques d'ODH.

3.3 Analyse de l'action et estimations des analystes

Évolution du cours de l'action

Orascom a présenté son offre publique d'acquisition le 14 mai 2008 avec un prix initial par action de CHF 152.0 CHF. Depuis lors, l'action a connu une évolution négative atteignant une valeur de CHF 22.5 en mars 2009, avant de se redresser et de grimper à CHF 87.3 en septembre 2009. Après cette reprise, la tendance à la baisse s'est poursuivie.

Au cours des 12 derniers mois, le cours de l'action ODH a diminué de 17.1%. Durant cette période, le cours fluctuait entre CHF 3.75 (27.06.2024) et CHF 5.00 (18.12.2023).

Le 16 décembre 2024, soit le dernier jour de bourse précédant la publication du prospectus d'offre, l'action s'est négociée à un cours de clôture de 4.05. Le cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse était de CHF 3.98 au 16 décembre 2024.

Évolution du cours de l'action Orascom au cours des douze derniers mois (en CHF)



Sources: LSEG Data & Analytics, SIX Swiss Exchange.

Primes résultant du prix de l'offre par rapport au cours de l'action et au VWAP

Le prix de l'offre pour chacune des actions Orascom est de CHF 5.60. La prime sur le prix de l'offre par rapport au cours de clôture le dernier jour de bourse précédant la publication du prospectus (16 décembre 2024) s'élève ainsi 38.3%. Par rapport au VWAP (60 jours de bourse) au 16 décembre 2024, l'offre comporte une prime de 40.7%.⁵⁰

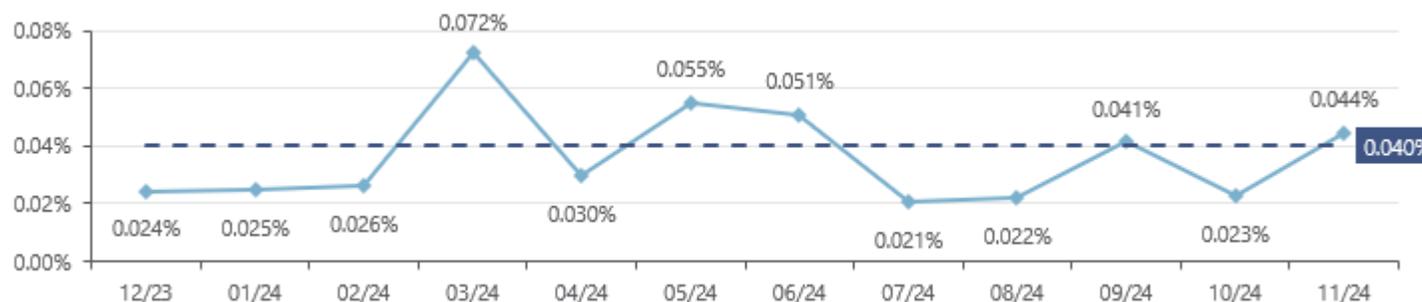
⁵⁰ Pour plus d'informations sur les primes payées dans le cadre d'offres publiques d'acquisition en Suisse depuis 2011, cf. section 5.3 de l'annexe.

Analyse de la liquidité

En vertu de la législation en matière d'offres publiques d'acquisition en vigueur, les actions des entreprises qui font partie du Swiss Leader Index («SLI») sont considérées comme liquides.

Par ailleurs, les titres de participation qui ne font pas partie du SLI sont considérés comme liquides «si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0.04 % de la fraction librement négociable du titre de participation (*free float*)».⁵¹ Étant donné que les actions d'Orascom ne font pas partie du SLI, la liquidité de ces titres est évaluée sur la base d'une analyse du volume des transactions.

Valeurs médianes mensuelles du nombre d'actions Orascom négociées en pourcentage du *free float* (en tenant compte des bourses et plateformes de négoce en Suisse et à l'étranger)



Sources: LSEG Data & Analytics, analyse de l'IFBC, informations fournies par la direction d'Orascom.

En tenant compte du volume des transactions à la bourse suisse SIX Swiss Exchange, la médiane du volume des transactions sur actions Orascom pendant les douze mois précédant la publication du prospectus dépasse le seuil applicable de 0.04% pendant 4 mois sur 12. Si l'on prend également en considération le volume de transactions des actions Orascom sur d'autres bourses et plateformes de négoce⁵², la médiane du volume des transactions sur actions Orascom pendant les douze mois précédant la publication du prospectus d'offre se situe au-delà du seuil de 0.04% pendant 5 mois sur 12. Par conséquent, les actions Orascom sont considérées comme illiquides du point de vue du droit suisse des offres publiques d'acquisition. En

⁵¹ Cf. Commission des OPA: Circulaire COPA n° 2: Liquidité au sens du droit des OPA du 26 février 2010.

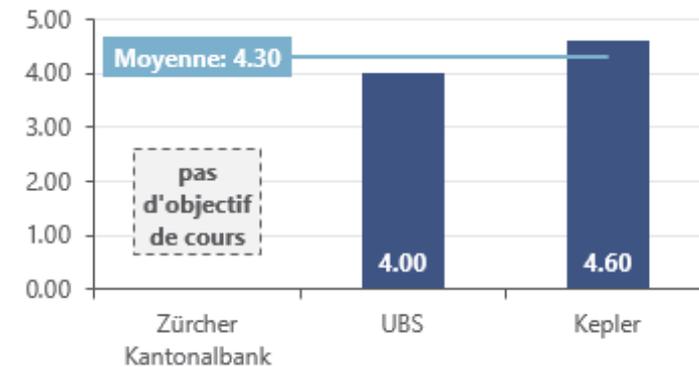
⁵² Les bourses et plateformes de négoce suivantes ont notamment été prises en considération: Aquis, BATS, CBOE, CHI – X Europe, OTC-X et London Stock Exchange.

raison de l'illiquidité des actions d'Orascom, le cours de l'action (cours actuel du marché et VWAP) n'a donc qu'une signification limitée et ne peut servir que dans une faible mesure de valeur de référence pour évaluer l'adéquation financière de l'offre.

Objectifs de cours des analystes

Trois analystes publient activement des rapports concernant Orascom, dont deux proposent des objectifs de cours.⁵³ Les objectifs de cours ont été revus pour la dernière fois entre mi-novembre et décembre 2024. L'objectif de cours actuel d'UBS est de CHF 4.00. Kepler fixe actuellement l'objectif de cours de l'action Orascom à CHF 4.60. La moyenne des deux objectifs de cours actuels publiés est de CHF 4.30. Par rapport à l'objectif de cours moyen, le prix de l'offre de CHF 5.60 offert par LPSO implique une prime de 30.2%.

Objectifs de cours des analystes (en CHF)



⁵³ Sources: LSEG Data & Analytics, rapports d'analystes sur Orascom de Kepler, d'UBS et de la Banque cantonale de Zurich (Zürcher Kantonalbank).

Résumé

- Les actions Orascom sont illiquides au sens du droit suisse des offres publiques d'acquisition applicable. C'est pourquoi, tant le cours de l'action que le VWAP des 60 derniers jours de bourse ne peuvent servir de valeur de référence que dans une mesure limitée dans le cadre de l'évaluation de l'adéquation de l'offre faite par LPSO.
- Le 16 décembre 2024, dernier jour de bourse précédant la publication du prospectus d'offre, le cours de clôture de l'action Orascom était de CHF 4.05. Le VWAP était de CHF 3.98 à ce moment-là. La prime implicite par rapport au cours de l'action au prix de l'offre de CHF 5.60 est de 38.3%. Par rapport au VWAP, la prime implicite s'élève à 40.7%.
- La prime de l'offre faite par l'offrante par rapport au cours de l'action et au VWAP est ainsi significativement supérieure à la médiane historique des primes payées dans le cadre d'offres publiques d'acquisition volontaires en Suisse.
- Les objectifs de cours des analystes se situent actuellement dans une fourchette comprise entre 4.00 et CHF 4.60, avec une moyenne de CHF 4.30. Par conséquent, la moyenne obtenue à partir des objectifs de cours actuels est légèrement inférieure à la valeur par action selon l'évaluation SOTP et nettement en dessous du prix de l'offre de CHF 5.60. Parce qu'il n'y a que deux estimations d'analystes, les objectifs de cours publiés n'ont qu'une importance secondaire dans le cadre de l'évaluation financière de l'offre.



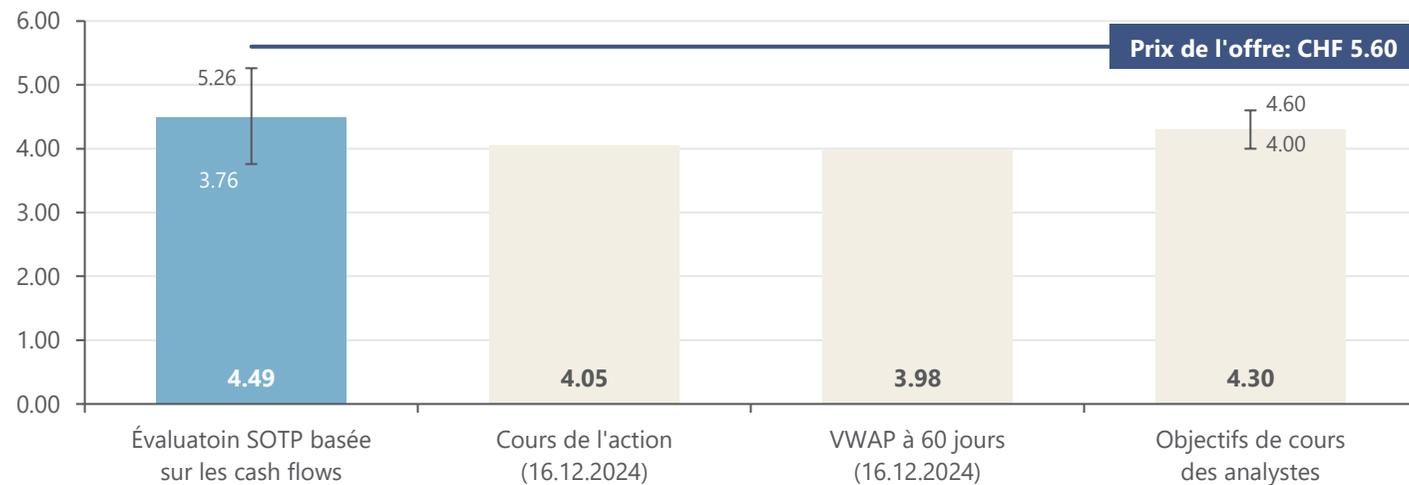
| 4 Appréciation

4 Appréciation

Sur la base des analyses exposées ci-dessus, et de l'appréciation et de l'évaluation de toutes les informations fournies, IFBC parvient à la conclusion suivante concernant l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition volontaire faite par LPSO pour les actions en circulation d'Orascom:

Aperçu des résultats de l'évaluation

Aperçu des résultats de l'évaluation d'Orascom au 16 décembre 2024 (valeur par action en CHF)



Source: IFBC.

- Conformément aux caractéristiques spécifiques des différentes activités d'Orascom, l'évaluation a été effectuée en appliquant une approche *Sum-of-the-parts* basée sur les *cash flows* plutôt que sur une base consolidée pour déterminer la valeur par action d'Orascom.
- En raison de certaines contraintes, notamment l'absence d'allocation des coûts corporatifs et le caractère limité de la génération de *cash flow* provenant du portefeuille de projets immobiliers actuel figurant dans le *business plan*, les *trading multiples* et les *transaction multiples* ne sont pas applicables, car ils n'auraient pas permis d'obtenir des résultats significatifs et fiables.

- L'évaluation SOTP conduit à une valeur par action de CHF 4.49 avec une fourchette de valeur allant de CHF 3.76 à CHF 5.26 au 16 décembre 2024. Le résultat de l'évaluation est principalement sensible à la marge EBITDA annuelle ainsi qu'au niveau des CAPEX annuel présumé dans le *business plan* ainsi qu'au coût du capital appliqué. Dans le cadre de la présente *Fairness Opinion*, le résultat de l'évaluation STOP revêt la plus haute importance, car cette méthode suit les principes théoriques *corporate finance* reconnus ainsi que les *best practice* en matière d'évaluation d'entreprises, et permet de prendre en compte de manière adéquate les caractéristiques spécifiques d'ODH.
- Étant donné le faible volume de transactions, les actions d'Orascom sont considérées comme illiquides du point de vue du droit suisse des OPA. Par conséquent, tant le cours de l'action que le VWAP des 60 derniers jours de bourse sont considérés comme ayant une importance limitée dans l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre faite par LPSO.
- Par rapport au cours de clôture de CHF 4.05 au 16 décembre 2024, soit le dernier jour de bourse précédant la publication du prospectus d'offre, le prix de l'offre de CHF 5.60 par action d'ODH correspond à une prime de 38.3%. Une comparaison entre le prix de l'offre et le VWAP (60 jours) de CHF 3.98 au 16 décembre 2024 conduit à une prime de 40.7%.

Evaluation finale de l'offre

Sur la base de nos analyses, de nos considérations relatives à l'évaluation ainsi que des résultats présentés, IFBC considère que le prix de l'offre de CHF 5.60 par action Orascom est équitable d'un point de vue financier. Cette conclusion repose sur les considérations suivantes:

- L'offre est étayée par l'évaluation SOTP.
- Le prix de l'offre au 16 décembre 2024 est significativement supérieur au cours de clôture et au VWAP des 60 derniers jours de bourse.

Zurich, le 17 décembre 2024



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Jan Hunziker
Manager



5 Annexe

- | | | |
|-----|---|---------|
| 5.1 | Calcul du coût moyen pondéré du capital (WACC) | Page 58 |
| 5.2 | Analyse du facteur bêta au 30 novembre 2024 | Page 60 |
| 5.3 | Analyse des primes des offres publiques d'acquisition en Suisse depuis 2011 | Page 63 |
| 5.4 | Liste des abréviations | Page 64 |

5 Annexe

5.1 Calcul du coût moyen pondéré du capital (WACC)

5.1.1 WACC propre au segment de l'hôtellerie par destination

Parameter	Segment de l'hôtellerie		
	Egypt	Oman	Monténégro
Taux d'intérêt sans risque pondéré par les monnaies ¹⁾	1.00%	2.00%	1.90%
Facteur bêta apuré des dettes	0.86	0.86	0.86
Facteur bêta avec dettes	0.98	0.99	0.99
Prime de risque de marché	6.00%	6.00%	6.00%
Size Premium	1.99%	1.99%	1.99%
Prime de risque pays	4.40%	2.37%	4.45%
Coûts moyen des fonds propres	13.25%	12.30%	14.27%
Taux d'intérêt de base pondéré par les monnaies ¹⁾	1.00%	2.00%	1.90%
Spread de crédit	3.50%	3.50%	3.50%
Taux d'imposition	22.50%	15.00%	15.00%
Coûts moyens des fonds étrangers corrigés des impôts	3.49%	4.68%	4.59%
Part des fonds propres	85.00%	85.00%	85.00%
Part des fonds étrangers (Net Debt)	15.00%	15.00%	15.00%
WACC (arrondi 10pb)	11.80%	11.20%	12.80%

1) La *business plan* propre à chaque segment pour les destinations égyptiennes a été converti en CHF sur la base de taux à terme. Par conséquent, le WACC propre au segment appliqué aux destinations égyptiennes correspond à un WACC en CHF tenant compte du niveau des taux d'intérêt et des prévisions à long terme en matière d'inflation de/pour la Suisse, afin d'assurer un traitement cohérent de l'inflation dans le cadre de l'évaluation.

5.1.2 WACC propre au segment de l'immobilier par destination

Parameter	Opérations de gestion des villes			Opérations immobilières			
	Egypt	Oman	Monténégro	Egypt	Oman	Monténégro	Royaume-Uni
Taux d'intérêt sans risque pondéré par les monnaies ¹⁾	1.00%	2.00%	1.90%	1.00%	2.00%	1.90%	2.00%
Facteur bêta apuré des dettes	0.60	0.60	0.60	0.90	0.90	0.90	0.90
Facteur bêta avec dettes	0.85	0.87	0.87	1.02	1.04	1.04	1.02
Prime de risque de marché	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Size Premium	1.99%	1.99%	1.99%	1.99%	1.99%	1.99%	1.99%
Prime de risque pays	3.83%	2.10%	3.94%	4.60%	2.48%	4.66%	0.31%
Coûts moyen des fonds propres	11.92%	11.34%	13.07%	13.73%	12.68%	14.76%	10.41%
Taux d'intérêt de base pondéré par les monnaies ¹⁾	1.00%	2.00%	1.90%	1.00%	2.00%	1.90%	2.00%
Spread de crédit	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
Taux d'imposition	22.50%	15.00%	15.00%	22.50%	15.00%	15.00%	25.00%
Coûts moyens des fonds étrangers corrigés des impôts	3.49%	4.68%	4.59%	3.49%	4.68%	4.59%	4.13%
Part des fonds propres	65.00%	65.00%	65.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
Part des fonds étrangers (Net Debt)	35.00%	35.00%	35.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
WACC (arrondi 10pb)	9.00%	9.00%	10.10%	12.20%	11.50%	13.20%	9.50%

1) Le *business plan* propre à chaque segment pour les destinations égyptiennes a été converti en CHF sur la base de taux à terme. Par conséquent, le WACC propre au segment appliqué aux destinations égyptiennes correspond à un WACC en CHF tenant compte du niveau des taux d'intérêt et des prévisions à long terme en matière d'inflation de/pour la Suisse, afin d'assurer un traitement cohérent de l'inflation dans le cadre de l'évaluation.

5.2 Analyse du facteur bêta au 30 novembre 2024

5.2.1 Segment de l'hôtellerie

Entreprise	Pays	Monnaie locale	Endettement ¹⁾	Bêta avec dettes aj. ²⁾	Bêta apuré des dettes aj.
			11/2024	11/2024	11/2024
Orascom Development Holding AG	Suisse	CHF	0.73	0.91	0.53
Accor SA	France	EUR	0.13	1.09	0.97
Altin Yunus Cesme Turistik Tesisler AS	Turquie	TRY	0.00	1.15	1.15
Dalata Hotel Group PLC	Irlande	EUR	0.18	0.97	0.82
Hilton Worldwide Holdings Inc	Etats Unis d'Amérique	USD	0.14	0.96	0.84
Hyatt Hotels Corp	Etats Unis d'Amérique	USD	0.13	1.23	1.09
InterContinental Hotels Group PLC	Royaume-Uni	USD	0.10	0.83	0.75
Marriott International Inc	Etats Unis d'Amérique	USD	0.14	1.02	0.90
Melia Hotels International SA	Espagne	EUR	0.63	1.16	0.71
Merit Turizm Yatirim ve Isletme AS	Turquie	TRY	0.00	0.97	0.97
Minor Hotels Europe & Americas SA	Espagne	EUR	0.13	0.48	0.43
Pandox AB	Suède	SEK	1.02	1.05	0.52
Petrokent Turizm AS	Turquie	TRY	0.00	0.82	0.82
PPHE Hotel Group Ltd	Pays-Bas	GBP	0.90	0.54	0.29
Scandic Hotels Group AB	Suède	SEK	0.10	0.95	0.87
Whitbread PLC	Royaume-Uni	GBP	0.02	1.01	0.99
Médiane			0.13	0.99	0.86

1) Effet de levier: moyenne sur 2 ans (endettement net x (1-taux d'imposition) / fonds propres).

2) Bêta hebdomadaire aj. (2 ans) au 30 novembre 2024.

Les valeurs apparaissant en gris sont exclues de l'analyse en raison d'un manque de pertinence statistique.

Source: LSEG Data & Analytics.

5.2.2 Segment de l'immobilier (opérations de gestion des villes)

Entreprise	Pays	Monnaie locale	Endettement ¹⁾	Bêta avec dettes aj. ²⁾	Bêta apuré des dettes aj.
			11/2024	11/2024	11/2024
Orascom Development Holding AG	Suisse	CHF	0.73	0.91	0.53
Ananti Inc	Corée du Sud	KRW	0.55	0.61	0.40
BAAN Holding Group Company SJSC	Arabie Saoudite	SAR	0.50	0.69	0.46
Compagnie des Alpes SA	France	EUR	0.42	0.85	0.60
Genting Singapore Ltd	Singapour	SGD	0.00	0.60	0.60
Lamda Development SA	Grèce	EUR	0.43	0.94	0.66
Oriental Land Co Ltd	Japon	JPY	0.00	0.83	0.83
Parken Sport & Entertainment A/S	Danemark	DKK	0.92	0.28	0.15
St Joe Co	Etats Unis d'Amérique	USD	0.14	1.21	1.06
Tatry Mountain Resorts as	Slovaquie	EUR	1.84	n/a	n/a
TWC Enterprises Ltd	Canada	CAD	0.03	0.46	0.44
Unibail-Rodamco-Westfield SE	France	EUR	1.42	1.09	0.45
United Development Company QPSC	Qatar	QAR	0.76	0.76	0.43
Médiane			0.50	0.85	0.60

1) Effet de levier: moyenne sur 2 ans (endettement net x (1-taux d'imposition) / fonds propres).

2) Bêta hebdomadaire aj. (2 ans) au 30 novembre 2024.

Les valeurs apparaissant en gris sont exclues de l'analyse en raison d'un manque de pertinence statistique.

Source: LSEG Data & Analytics.

5.2.3 Segment de l'immobilier (opérations immobilières)

Entreprise	Pays	Monnaie locale	Endettement ¹⁾	Bêta avec dettes aj. ²⁾	Bêta apuré des dettes aj.
			11/2024	11/2024	11/2024
Orascom Development Holding AG	Suisse	CHF	0.73	0.91	0.53
Aldar Properties PJSC	Emirats Arabes Unis	AED	0.09	1.22	1.12
Dar Al Arkan Real Estate Development Company SJSC	Arabie Saoudite	SAR	0.24	0.99	0.80
Deyaar Development PJSC	Emirats Arabes Unis	AED	0.00	1.17	1.17
Egyptian Resorts Co SAE	Egypte	EGP	0.00	0.70	0.70
Emaar Properties PJSC	Emirats Arabes Unis	AED	0.00	1.41	1.41
Ezdan Holding Group QPSC	Qatar	QAR	0.41	1.42	1.01
Lennar Corp	Etats Unis d'Amérique	USD	0.01	1.07	1.05
Mirvac Group	Australie	AUD	0.36	1.06	0.78
Neinor Homes SA	Espagne	EUR	0.20	0.72	0.60
RAK Properties PJSC	Emirats Arabes Unis	AED	0.36	0.97	0.72
Sunway Bhd	Malaisie	MYR	0.31	1.38	1.06
Médiane			0.22	1.06	0.90

1) Effet de levier: moyenne sur 2 ans (endettement net x (1-taux d'imposition) / fonds propres).

2) Bêta hebdomadaire aj. (2 ans) au 30 novembre 2024.

Les valeurs apparaissant en gris sont exclues de l'analyse en raison d'un manque de pertinence statistique.

Source: LSEG Data & Analytics.

5.3 Analyse des primes des offres publiques d'acquisition en Suisse depuis 2011⁵⁴

Anée	Entreprise cible	Acheteur/investisseur	Prix de l'offre (en CHF)	VWAP 60 jours (en CHF)	Prime	Taux de réussite
2011	Newave Energy Holding SA	ABB Schweiz AG	56.00	41.20	35.9%	95.3%
2011	Escor Casinos & Entertainment AG	Highlight Communications AG	17.50	17.43	0.4%	39.2%
2011	Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen II AG	350.00	326.90	7.1%	72.2%
2011	Edipresse SA	Lamunière S.A., Epalinges, Suisse; bearer shares	450.00	324.70	38.6%	37.6%
2011	EGL AG	Axpo Holding AG	850.00	703.73	20.8%	98.0%
2013	Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	115.00	75.27	52.8%	93.6%
2013	Fortimo Group AG	Forty Plus AG, Fortimo Group	136.00	114.30	19.0%	98.6%
2013	Tornos Holding AG	Walter Fust	4.70	4.53	3.8%	14.3%
2014	Swisslog Holding	KUKA Aktiengesellschaft	1.35	1.18	14.4%	92.2%
2014	Advanced Digital Broadcast Holding SA	4T S.A	15.50	12.89	20.2%	73.4%
2014	Nobel Biocare Holding AG	Danaher Corporation	17.10	13.85	23.5%	77.2%
2015	Micronas Semiconductor Holding AG	TDK Corporation	7.50	4.40	70.5%	90.5%
2016	Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding IV Sarl (EQT)	370.00	275.86	34.1%	87.2%
2016	Syngenta AG	CNAC Saturn (NL) B.V. (ChemChina)*	490.34	374.02	31.1%	94.7%
2016	gategroup Holding AG	HNA Aviation Air Catering Holding Co.	53.00	38.69	37.0%	96.1%
2016	Charles Vögele AG	Sempione Retail AG (OVS)	6.38	6.38	0.0%	94.1%
2017	Actelion Ltd	Janssen Holding GmbH (Johnson & Johnson)	280.00	191.20	46.4%	92.5%
2018	Goldbach Medien	Tamedia	35.50	34.22	3.7%	96.9%
2018	Hügli Holding AG	Bell Food Group AG	915.00	800.00	14.4%	97.6%
2018	Bank Cler AG	Basler Kantonalbank	52.00	42.30	22.9%	93.3%
2019	CEVA	CMA CGM S.A	30.00	20.24	48.2%	95.7%
2019	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.	Edmond de Rothschild Holding SA	17'945.00	15'169.1	18.3%	93.3%
2019	Alpiq Holding AG	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs AG	70.00	72.50	-3.4%	13.1%
2020	Sunrise	Liberty Global plc	110.00	83.17	32.3%	96.6%
2021	Vifor Pharma AG	CSL Behring AG	167.42	118.25	41.6%	93.9%
2022	Spice Private Equity AG	GP Swiss AG	15.56	14.47	7.6%	81.8%
2022	Bobst Group SA	JBF Finance SA	78.00	69.70	11.9%	66.2%
2022	Valora Holding AG	Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A.	260.00	165.30	57.3%	96.6%
2023	Datacolor AG	Werner Dubach	760.00	660.50	15.1%	93.5%
2023	Von Roll Holding AG	Elantas GmbH	0.86	0.84	2.4%	67.4%
2023	Schaffner Holding AG	Tyco Electronics (Schweiz) Holding II GmbH	505.00	289.33	74.5%	98.7%
2023	Crealogix Holding AG	Vencora UK Limited	60.00	49.45	21.3%	76.0%
2024	Aluflexpack AG	Constantia Flexibles GmbH	14.45	8.43	71.5%	92.1%
2024	Lalique Group AG	Silvio Denz	40.00	31.30	27.8%	94.4%
Médiane					22.1%	93.3%

*Y compris dividende spécial versé avant la transaction.

⁵⁴ L'aperçu comprend les offres publiques d'acquisition volontaires en espèces. Les offres publiques d'acquisition pour les sociétés d'investissement et les sociétés immobilières ont été exclues.

5.4 Liste des abréviations

A	Attendu	FCF	Free Cash Flows futurs
ASA	Andermatt Swiss Alps AG	IFBC	IFBC AG
c. p.	Ceteris paribus	IFC	International Finance Corporation (Société Financière Internationale)
CA	Conseil d'administration	IFRS	International Financial Reporting Standards
CAGR	Compound annual growth rate (taux de croissance annuel moyen)	IMF	International Monetary Fund (Fonds monétaire international)
CAPEX	Capital expenditures (dépenses d'investissement)	L'offre	Offre publique d'acquisition volontaire
CCG	Conseil de coopération du Golfe	LPSO, l'offrante	LPSO Holding Ltd
CHF	Franc suisse	MBO	Minimum building obligations (obligations minimales de construction)
COPA	Commission des OPA	Méthode DCF	Méthode Discounted Cash Flow
DCF	Discounted Cash Flow	MOAN	Moyen-Orient et en Afrique du Nord
EAU	Émirats arabes unis	ODE	Orascom Development Egypt
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (recettes avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement)	Orascom, ODH, groupe, société visée	Orascom Development Holding SA
EGP	Livre égyptienne	pb	Points de base
EI	Écart interquartile	Prix de l'offre	Le prix de l'offre par action Orascom est de 5.60 en espèces
ESG	Environnemental, Social and Governance (Environnement, social, gouvernance)	SIX	SIX Swiss Exchange

SLI	Swiss Leader Index
SOTP	Méthode de la somme des parties (Sum-of-the-Parts)
USD	US-Dollar
VE	Valeur d'entreprise

VF	Valeur finale
VWAP	Volume weighted average price (moyen pondéré par le volume)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Coût moyen pondéré du capital)
YTD	Year-to-date

