
Source: Implenia

# I Résumé exécutif

## I DESCRIPTION DE L'ENTREPRISE

Implenia AG est un **prestataire de services de construction et immobiliers, opérant principalement en Suisse et en Allemagne**. L'entreprise se spécialise dans le développement, la construction et la gestion de bâtiments spécialisés ainsi que de projets d'infrastructure. Elle fournit également des services de tunnellisation et d'infrastructures connexes sur certains marchés internationaux.

**Une simple somme de ses différentes activités révèle une valeur supérieure de 70 % à celle reflétée par la capitalisation actuelle.**

### Principaux leviers de croissance :

Les unités opérationnelles de l'entreprise bénéficient de conditions de marché favorables, tandis que le cours actuel de l'action continue de refléter une forte décote par rapport à la valeur intrinsèque estimée. Cet **écart de valorisation** s'explique **en grande partie par la faible reconnaissance, par le marché, du potentiel de croissance anticipé à moyen terme**. Les projections indiquent une accélération progressive des principaux segments (Construction et Génie civil), en ligne avec la croissance du carnet de commandes, tandis que les revenus devraient rester en retrait en raison des cycles de conversion prolongés associés à des projets de plus en plus complexes, générant des revenus sur des périodes plus longues.

Implenia suit une stratégie de croissance « asset-light » visant à renforcer la flexibilité financière et à améliorer la rentabilité des fonds propres. En cédant des unités capitalistiques — comme son activité Equipment & Technology Services en Autriche — et en acquérant des entreprises orientées services, telles que Wincasa, Implenia **se repositionne vers des activités évolutives et à forte marge**. Cette orientation stratégique soutient une croissance durable, avec une réduction des dépenses d'investissement et une amélioration de l'efficacité opérationnelle. **La croissance est encore renforcée par le développement d'activités à forte marge, combinant initiatives organiques, acquisitions ciblées, spécialisation sectorielle et intégration accrue le long de la chaîne de valeur**.

Il existe un déficit important sur les marchés du développement immobilier en Suisse et en Allemagne, dû à la combinaison d'une demande croissante en logements et d'une offre contrainte. La croissance démographique, **l'immigration accrue et la réduction de la taille moyenne des ménages ont stimulé la demande**. Parallèlement, **l'offre est freinée par la hausse des coûts de construction et le recul de l'activité**[1] (depuis 2023, les permis de construire ont atteint leur niveau le plus bas depuis 11 ans — soit 8 % de moins que l'année précédente et 31 % en dessous de la moyenne de long terme —, et bien qu'ils aient commencé à se redresser à la mi-2025, les retards impliquent que l'offre de logements restera faible, d'autant plus que les demandes de permis d'urbanisme ont de nouveau fortement chuté en 2025). Un **problème structurel central** réside dans **la disponibilité limitée du foncier constructible**, conséquence de politiques d'aménagement restrictives — notamment la révision de la Loi sur l'aménagement du territoire de 2014 — qui ont réduit l'expansion des zones résidentielles et limité les opportunités de développement. Ce déséquilibre a entraîné une hausse des loyers et un taux de vacance historiquement bas[2] (1,00 % du parc de logements était disponible en juin 2025, soit une baisse de 6,8 % en glissement annuel, marquant ainsi le cinquième recul consécutif du taux de vacance).

L'augmentation des investissements publics en Allemagne dans les infrastructures et le logement représente une opportunité majeure pour Implenia. L'Allemagne a annoncé **un vaste plan d'investissement** de **500 milliards d'euros** sur la prochaine décennie pour moderniser les infrastructures essentielles[3]. En tant que prestataire intégré de services de construction et immobiliers, Implenia est idéalement positionnée pour bénéficier de cette impulsion, qui devrait stimuler la demande dans ses domaines clés : projets d'infrastructure complexes, génie civil et développement urbain durable.

(1) Source: Bauinfo, UBS AM, Real Estate & Private Markets (REPM), Letzter Datenpunkt 4Q23 and Federal Statistical Office, Bauinfo; UBS Asset Management (GRA); November 2025; last data point: 3Q25
(2) Source: Bundesamt für Sozialversicherungen BSV, press release I 9 September 2025 and Federal Statistical Office, Empty Dwellings Census 2025
(3) Infrastructure ferroviaire, routes, transports publics, infrastructure numérique et éducation. Source: Die Bundesregierung

## II PRINCIPALES LIGNES D'ACTIVITÉ

Actuellement, Implenia compte trois divisions :

1. **Buildings** (50,0 % de l'EBIT total en 2025[1])
2. **Civil Engineering** (36,4 %)
3. **Specialties** (13,6 %)

1. **BUILDINGS**. Un contractant intégré « one-stop-shop » offrant des services de conseil, de planification, d'ingénierie et de gestion de projet. Implenia est un spécialiste reconnu, doté d'une vaste expérience dans la conception et l'exécution de nouveaux bâtiments complexes ainsi que de projets de modernisation. L'entreprise couvre l'ensemble de la chaîne de valeur, de l'analyse initiale à la livraison clé en main. Elle se compose de deux unités opérationnelles :

**a) Real Estate Development**
Real Estate Development achète des terrains, les développe puis les revend après développement, généralement à un prix nettement supérieur, soit avec un contrat de construction, soit après la réalisation du nouveau bâtiment — mais toujours avant l'entrée des occupants. Cela permet de comptabiliser le portefeuille immobilier à sa valeur d'acquisition au bilan d'Implenia, et non à sa valeur de marché. En décembre 2025, l'écart dépassait 80 millions CHF, ce qui correspond à un montant équivalent de « réserves latentes ». De plus, cette unité détient une participation de 14,3 % dans Cham Swiss Properties, un important promoteur immobilier suisse coté en bourse.

**b) Building Construction**
La division Buildings opère en Suisse et en Allemagne, avec une répartition du chiffre d'affaires d'environ 75 % / 25 % entre les deux pays. Implenia poursuivant une approche sectorielle différenciée, la division Construction de Bâtiments se concentre sur des secteurs tels que les soins de santé (hôpitaux et laboratoires [représentant >20 % du carnet de l'unité opérationnelle]), les centres de données et de logistique (représentant ~5% du carnet de commandes), les grands sites à usage mixte complexes (représentant >15% du carnet de commandes), les installations de loisirs (représentant >5 % du carnet de commandes). De plus, elle est également présente dans la construction de bâtiments résidentiels (qui représente environ 30 % du carnet de commandes de la division) et commerciaux (qui représente plus de 10 % du carnet de commandes de la division). Implenia se positionne volontaire-ment sur des projets complexes et de grande envergure, et ne se concentre donc pas sur la construction à faible marge de maisons individuelles ou de petits immeubles résidentiels. La clientèle de la division est composée d'un mélange équilibré d'entités publiques et de grandes entreprises privées.

L'entreprise vise un modèle aussi asset-light et spécialisé que possible, externalisant une grande partie de la construction à des experts et sous-traitants. Cela lui permet de se positionner comme gestionnaire de projet plutôt que comme entreprise générale traditionnelle, un modèle où les marges sont en général nettement plus faibles.

**2. CIVIL ENGINEERING**. Prestataire de a) services de tunnellisation dans toute l'Europe, ainsi que b) services de génie civil et de fondations spéciales en Suisse et en Allemagne. L'entreprise est reconnue comme un leader européen des projets de tunnels complexes et techniquement exigeants. Ces projets offrent des marges nettement plus élevées que les autres travaux de génie civil plus standardisés. En conséquence, Implenia prévoit d'augmenter la part des projets de tunnellisation à forte marge afin d'améliorer la rentabilité globale de l'entreprise. Par ailleurs, Implenia dispose d'une vaste expérience dans la construction de ponts de dernière génération ainsi que d'infrastructures énergétiques.

La clientèle de la division est composée majoritairement d'entités publiques ou parapubliques, ce qui implique un risque de défaut de paiement quasi nul. En général, la durée des contrats est plus longue (plus de 3 ans) pour cette division, compte tenu du poids de l'activité de tunnellisation. À mesure qu'Implenia augmente la part de projets de tunnels, le carnet de commandes progresse et devrait continuer à croître à l'avenir.

**3. SERVICE SOLUTIONS**. En tant que prestataire de services pour le secteur de la construction, Implenia y intègre des expertises spécialisées en ingénierie, planification de projets et gestion d'actifs. Cette division comprend notamment les services fournis par Wincasa, premier prestataire suisse de services de gestion immobilière, incluant la gestion de centres et de sites à usage mixte ainsi que la gestion de projets de construction. L'ensemble des entités de cette division repose sur des modèles économiques très « *asset-light* » et orientés marché.

Cette division comprend notamment les services fournis par Wincasa, premier prestataire suisse de services de gestion immobilière, incluant la gestion de centres et de sites à usage mixte ainsi que la gestion de projets de construction. L'ensemble des entités de cette division repose sur des modèles économiques très « asset-light » et orientés marché. Implenia a acquis Wincasa pour 171,6 millions CHF en 2023, et cette dernière contribue de manière significative à l'EBIT

(1) Hors EBIT des entreprises (-7,6%)

du groupe. En développant l'activité de Wincasa, Implenia entend accroître ses propres sources de revenus ainsi que son efficacité opérationnelle. L'EBIT de Wincasa avant amortissement du PPA (allocation du prix d'acquisition) s'est élevé à 20,3 millions CHF en 2024 (marge d'EBIT >10 %), ce qui signifie qu'Implenia est déjà parvenue à générer environ 5 millions CHF de synergies en l'espace d'un an et demi après l'acquisition. Ces synergies proviennent principalement d'économies de coûts : informatique, ressources humaines, marketing, fonctions financières ainsi que loyers. Implenia anticipe en outre 5 millions CHF supplémentaires de synergies de chiffre d'affaires au plus tard d'ici 2027. Ces synergies de revenus devraient résulter a) de la capacité d'Implenia à offrir aux clients une proposition intégrée unique incluant des services de gestion immobilière, une première en Suisse, et b) du fait que Wincasa, qui gère des actifs d'une valeur pouvant atteindre 84,5 milliards de francs suisses (soit une hausse de 4,2 % par rapport à l'exercice 2024) dans des biens immobiliers à travers toute la Suisse, dispose d'une vision claire des bâtiments nécessitant une modernisation ou une nouvelle construction à court terme. Implenia bénéficiera ainsi d'un avantage de positionnement en amont (« *early involvement* »).

## III PROPOSITION DE VALEUR

**La stratégie d'Implenia est axée sur la gestion de projets grands et complexes, avec un accent mis sur la spécialisation sectorielle, la diversification et un portefeuille de clients large et varié, en minimisant les risques tout en maximisant les opportunités grâce à l'application stricte de la *Value Assurance*, le processus de gestion des risques d'Implenia.**

Implenia a considérablement renforcé son ratio de fonds propres, le faisant plus que doubler — de 10,3 % fin 2020 à 23,5 % fin 2025 — sans augmentation de capital.

L'entreprise est en bonne voie pour atteindre ses objectifs financiers à moyen terme, notamment une marge d'EBIT supérieure à 4,5 % et un ratio de fonds propres de 25 %, des cibles attendues pour la période 2026–2028.

Pour renforcer encore sa rentabilité, Implenia mise sur plusieurs axes clés :

- Optimisation des activités existantes via a) mise en œuvre cohérente et optimisation continue du processus de Value Assurance, et b) recherche de l'excellence opérationnelle et amélioration de la productivité et de l'efficacité grâce à l'utilisation accrue d'outils d'IA, du BIM (Building Information Modelling, permettant une meilleure visualisation, conception et coordination des projets, réduisant ainsi retards et dépassements de coûts), ainsi qu'à la construction efficiente dans les projets d'Implenia.
- Développer l'activité existante grâce à un accent accru sur leur spécialisation sectorielle hautement complexe (santé et recherche, centres de données et logistiques, tunneliers et mobilité, infrastructures énergétiques), ce qui permet des marges nettement plus élevées.
- Développer de nouvelles activités à forte marge le long de l'ensemble de la chaîne de valeur, avec une intégration en amont et en aval. Cela peut inclure des acquisitions sélectives, à l'instar de l'acquisition de Wincasa en 2023, en se concentrant principalement sur les marchés suisse et allemand.

L'entreprise prévoit également d'augmenter son free cash-flow grâce à une combinaison de facteurs :

- amélioration de la gestion des créances commerciales et des réclamations ;
- investissement immobilier plus équilibré — en 2024, Implenia a réalisé des achats nets de terrains nettement supérieurs à la moyenne ;
- poursuite de la stratégie asset-light, réduisant les besoins d'investissement dans les immobilisations corporelles ;
- augmentation des paiements anticipés, soutenue par a) la baisse des taux d'intérêt en Europe (taux à 0 % en Suisse), et b) l'augmentation attendue du carnet de commandes de la division Buildings, portée par un pipeline dynamique et des perspectives globalement plus favorables dans ce segment. Les pourcentages de prépaiement sont généralement plus élevés pour les projets de la division Buildings que pour ceux du génie civil.

## IV ÉQUIPE DE DIRECTION AXÉE SUR LA CRÉATION DE VALEUR

En 2018, Implenia a nommé un nouveau CEO, issu de Novartis, où il occupait des fonctions dirigeantes. Lors de son arrivée, l'une de ses premières mesures a été de mettre en place un cadre complet de gestion des risques en introduisant le *Value Assurance Process*, devenu un pilier central de l'approche de l'entreprise pour la gestion des risques et des opportunités au niveau des projets.

Le CEO et son équipe ont passé en revue en détail les projets passés durant la période 2019–2020, identifiant de nombreux problèmes liés à d'anciens projets hérités qui n'avaient pas été acquis via le nouveau *Value Assurance Process* et où les choses ne s'étaient

pas déroulées comme prévu. La mise en œuvre stricte du *Value Assurance* pour tous les nouveaux projets, ainsi que la transformation engagée, ont conduit à des améliorations substantielles de la qualité opérationnelle de l'entreprise.

Dans le cadre de la nouvelle stratégie, Implenia a recentré son portefeuille en mettant clairement l'accent sur les activités à forte marge (objectif de marge d'EBIT à moyen terme > 4,5 %) et sur un modèle *asset-light* sur l'ensemble de la chaîne de valeur. La stratégie met également l'accent sur une spécialisation sectorielle et une concentration sur les zones urbaines (à l'exception des activités de tunnellisation et des infrastructures associées). Auparavant, l'entreprise avait un périmètre géographique plus large et se retrouvait en concurrence avec des acteurs locaux capables de proposer des prix plus bas, sur des types de construction moins complexes et donc plus concurrentiels. En resserrant son focus, Implenia vise une croissance plus rentable, sans compromis sur la qualité et avec une approche prudente du risque. À de nombreuses reprises, l'entreprise a choisi de ne pas soumissionner pour des projets jugés trop risqués (principalement d'un point de vue contractuel) ou trop concurrentiels, préférant préserver la qualité et la rentabilité plutôt que de se battre uniquement sur les prix.

Depuis avril 2025, Jens Vollmar, précédemment responsable de la division Buildings et présent chez Implenia depuis 2013, a été nommé nouveau CEO. Il poursuit la stratégie mise en place précédemment.

## V SOMME DES PARTIES

- Activité de développement immobilier (valeur de marché) : 277,0M CHF
- Participation de 14,3 % dans Cham Swiss Properties (valeur de marché) : 178,8M CHF
- Division Buildings hors Wincasa, valorisée à un multiple de 10x (EBITDA – CAPEX) : 51,19 M CHF x 10 = 511,9MM CHF
- Division Civil Engineering, valorisée à 10x (EBITDA – CAPEX) : 106,48M CHF x 10 = 1.064,8M CHF
- « Autres activités non encore prises en compte ci-dessus » (qui étaient incluses dans la division Specialties en 2024). Il s'agit entre autres de : Timber Construction, Facade Technology, BBV, SISAG, Encira, BCL et Planovita. Nous avons retenu un taux de croissance annuel de 10 % jusqu'en 2030, une marge d'EBIT de 10 % à cet horizon, en appliquant un multiple de 14x l'EBIT en 2030, puis en actualisant ce montant à aujourd'hui : = (((237,69*(1,1)^5)*0,1)*14)/(1,1)^5 = 332,8M CHF
- (Dette nette) / trésorerie : – 224,1M CHF
- Décote appliquée de 10x l'EBIT (division corporate et autres) : 10 x 10,73M CHF = -107,3M CHF

**Valeur totale (Equity Value) = 2.033,9MM CHF**

**Clause de non-responsabilité:** Ce document a été préparé par Tenvalue Platform, S.L. (ci-après « Tenvalue »).

Pour la préparation de ce document, Tenvalue s'est appuyée sur l'exactitude et l'exhaustivité de toutes les informations disponibles auprès de sources publiques, sans vérification indépendante. De plus, rien dans ce document ne constitue une évaluation des actifs, des actions ou des activités de la société ou de toute autre entité.

Tenvalue ne fait aucune déclaration concernant la valeur réelle susceptible d'être perçue dans le cadre d'une transaction, ni concernant les conséquences juridiques, fiscales ou comptables de sa réalisation. Sauf mention expresse contraire dans les présentes, les informations contenues dans ce document ne tiennent pas compte des effets d'une transaction potentielle impliquant un changement de contrôle réel ou potentiel, susceptible d'avoir des conséquences importantes sur la valorisation et d'autres aspects.

Ce document est uniquement destiné à fournir des informations générales sur la Société et ne saurait servir de base à une décision d'investissement visant à acquérir tout ou partie des participations, actions ou intérêts de la Société. Il ne peut être interprété comme une offre ou une invitation à faire une offre d'acquisition de participations ou d'actions de la Société, quelle que soit la juridiction. Les destinataires de ce document doivent s'assurer de respecter toutes les lois et réglementations en vigueur relatives aux valeurs mobilières qui leur sont applicables. Aucune déclaration ni garantie (expresse ou implicite) n'est donnée, et aucune confiance ne doit être accordée aux informations contenues dans ce document. Aucune responsabilité n'est acceptée pour toute erreur, omission ou inexactitude qu'il pourrait contenir. Par conséquent, ni la Société, ni ses propriétaires, ni Tenvalue, ni aucun de leurs administrateurs ou employés n'acceptent aucune responsabilité découlant de l'utilisation de ce document. En acceptant ce document, vous acceptez d'être lié par les conditions et limitations ci-dessus.