

# Expertise

pour juger de l'équité financière de l'offre soumise par **LAM Research Corporation, Wilmington, Delaware (USA)**, aux actionnaires de **SEZ Holding AG, Zurich**



SARASIN

Banque Sarasin & Cie SA  
Corporate Finance  
Löwenstrasse 11  
8022 Zurich

Zürich, le 28 décembre 2007

## Table des matières

1. Introduction .....	3
1.1. Situation initiale.....	3
1.2. Mandat du Conseil d'administration de SEZ à la Banque Sarasin & Cie SA.....	4
2. Bases d'appréciation .....	5
3. SEZ en un coup d'oeil .....	7
3.1. Le Groupe SEZ.....	7
3.2. Segments et survol du marché.....	8
4. Evaluation .....	12
4.1. Périmètre d'évaluation .....	12
4.2. Planification utilisée .....	12
4.3. Méthodes d'analyse utilisées .....	16
4.4. Méthode Discounted Cash Flow .....	17
4.5. Valorisation sur la base de sociétés cotées similaires (Compco) .....	20
4.6. Valorisation sur la base de transactions comparables (Compac) .....	23
4.7. Analyse des primes payées dans le marché suisse des capitaux .....	26
4.8. Résumé des résultats d'évaluation.....	27
5. Résultat de l'expertise .....	28
6. Appendices .....	29
6.1. Appendice 1 : Pénétration du marché (base CA 2006 / 2010).....	29
6.2. Appendice 2 : Multiples de sociétés cotées comparables.....	30
6.3. Appendice 3 : Multiples de transactions semblables .....	31
6.4. Appendice 4 : Analyse de primes.....	32
6.5. Appendice 5 : Bêtas de sociétés cotées comparables.....	33
6.6. Appendice 6 : Liste des abréviations / Glossaire .....	34



# 1. Introduction

## 1.1. Situation initiale

SEZ Holding AG, Zurich (« SEZ »), est une société cotée à la SWX Swiss Exchange ayant une capitalisation boursière au 20 décembre 2007 d'environ CHF 650 millions. SEZ est une entreprise de l'industrie des semi-conducteurs qui a une position de pointe dans la production d'installations de technologie dite de « single-wafer » pour le décapage de wafers (plaquettes de silicium). De telles installations sont employées de plus en plus dans la production de puces et tendent à remplacer les bassins de décapage usuels (technologie « Batch ») par suite d'exigences croissantes de qualité et de miniaturisation avancée des puces.

En date du 10 décembre 2007, LAM Research Corporation, Wilmington, Delaware, USA (« LAM ») et SEZ ont conclu une convention de transaction concernant une offre d'acquisition.

Par la publication d'une annonce préalable le 11 décembre 2007, LAM a annoncé aux actionnaires de SEZ une offre publique d'acquisition pour toutes les actions nominatives de SEZ d'une valeur nominale de CHF 1 chacune au prix de CHF 38 (net) par action nominative. LAM est une compagnie de l'industrie des semi-conducteurs qui est cotée au Nasdaq et offre avant tout des installations pour graver des wafers lors de la production de puces. LAM dont la capitalisation boursière est actuellement d'environ US\$ 6 milliards a été fondée en 1980.

Le prix offert de CHF 38 sera réduit du montant brut d'effets de dilution (par exemple paiements de dividendes, remboursements de capital, toutes autres formes de distribution, augmentations de capital avec un prix d'émission inférieur au prix offert, ventes de propres actions à un prix inférieur au prix offert, émission d'options au-dessous de la valeur de marché de telles options), pour autant que ceux-ci aient lieu avant l'exécution de l'offre. L'exercice d'options de collaborateurs en circulation ne cause pas d'adaptation du prix offert.

Il est prévu de publier l'offre le 8 janvier 2008 et de la laisser ouverte pendant une période de 20 jours de bourse. L'offre est liée à diverses conditions, comme par exemple l'atteinte d'une quote-part minimale, l'absence d'événements négatifs (dits Major Adverse Change) avec des conséquences définies pour les fonds propres, le chiffre d'affaires ou la profitabilité de SEZ, la réception de toutes les autorisations nécessaires, l'acceptation de certaines modifications des statuts par l'Assemblée générale et l'inscription avec droit de vote des actions acquises par LAM dans le registre des actions.



## 1.2. Mandat du Conseil d'administration de SEZ à la Banque Sarasin & Cie SA

Le 14 décembre 2007, le Conseil d'administration de SEZ a mandaté la Banque Sarasin & Cie SA, Zurich (« Sarasin ») pour établir une expertise pour juger de l'équité financière du prix offert par LAM de CHF 38 par action nominative SEZ. Sarasin ne reçoit aucune indemnité qui est dépendante de l'énoncé de cette expertise ou du résultat de la présente offre ou d'une offre future ou encore du prix payé. Elle est ainsi indépendante dans son jugement.

L'expertise est destinée exclusivement au Conseil d'administration de SEZ dans le cadre de l'établissement du rapport du Conseil d'administration selon l'ordonnance de la Commission des OPA sur les OPA et ne constitue pas une recommandation aux actionnaires tiers de SEZ d'accepter ou de refuser l'OPA de LAM. Par contre, le Conseil d'administration de SEZ Holding AG, dans son rapport aux actionnaires, prend position sur l'OPA et se réfère à l'expertise.

L'expertise de Sarasin ne s'adresse en outre ni à LAM ou à ses actionnaires et ne sert pas à estimer la transaction du point de vue de LAM ou de ses actionnaires.

Notre expertise se base sur des informations dont nous avons supposé l'exactitude et l'intégralité et auxquelles nous nous sommes fiés, sans les faire confirmer ou contrôler par un tiers. Nous avons admis que les indications, informations et chiffres donnés, mis à notre disposition, ont été établis correctement. Comme mentionné au Chapitre 4.2 sous plausibilité et consistance des plans financiers, les plus importants facteurs influençant la valeur de l'entreprise (« Value Driver ») ont été contrôlés par Sarasin quant à leur plausibilité et leur consistance.

Sans l'accord de Sarasin, l'expertise ne peut être utilisée pour aucun autre but que sa publication en relation avec le rapport du Conseil d'administration de SEZ.



## 2. Bases d'appréciation

Sarasin a utilisé les données suivantes pour son appréciation :

- Convention de transaction entre LAM et SEZ concernant la publication d'une OPA pour SEZ du 10 décembre 2007
- Annonce préalable de LAM à l'OPA prévue pour les actionnaires de SEZ, datée du 11 décembre 2007
- Projet de prospectus d'offre pour l'OPA de LAM aux actionnaires de SEZ du 17 décembre 2007
- Informations accessibles au public sur SEZ, qui sont à notre avis pertinentes pour l'estimation ou l'appréciation de l'équité de l'OPA. En font notamment partie les rapports de gestion (2003, 2004, 2005, 2006) ainsi que les rapports semestriels aux 30 juin 2006 et 2007 (non révisés) et les clôtures trimestrielles 2007 (jusqu'au 3<sup>ème</sup> trimestre, non révisées)
- Businessplan de SEZ 2008-2010 y compris budget 2008 et budget/prévision 2007
- Bilan et compte de résultat (non révisés) au 31 octobre 2007
- Présentation du management (datée des 16/17 novembre 2007) concernant le Businessplan de SEZ
- Entretiens avec le COO, la directrice des finances et d'autres représentants du management de SEZ, notamment concernant la situation financière et bénéficiaire, les perspectives d'affaires, les moteurs de valeur et les hypothèses du Businessplan, l'environnement du marché et de la concurrence
- Examen des procès-verbaux du Conseil d'administration depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2007
- Données du marché des capitaux et financières de sociétés cotées choisies (Peer-Group)
- Multiples de transactions d'acquisition comparables
- Primes de contrôle payées pour des entreprises industrielles cotées en Suisse
- Analyses actuelles et historiques des marchés financiers pour établir des paramètres pertinents pour l'évaluation

L'estimation de Sarasin se base sur les conditions économiques actuelles du marché, de l'entreprise et des finances et tient compte de la situation sur le marché des capitaux ainsi que d'autres faits qui existent au moment de l'estimation ou peuvent être attendus et évalués.

Sarasin n'a pas visité les unités de production et les installations de SEZ. Sarasin n'a pas procédé ou fait procéder à l'estimation ou à l'évaluation des actifs et passifs de SEZ.

Lors de l'établissement de l'expertise, Sarasin a admis la justesse et l'intégralité des informations financières et autres concernant SEZ et s'y est fiée sans prendre la responsabilité pour un contrôle indépendant de telles informations.



En outre, Sarasin s'est appuyée sur les assurances du management de SEZ que celui-ci n'est pas conscient de faits ou de circonstances selon lesquelles les informations utilisées seraient fausses, erronées ou incomplètes.



### 3. SEZ en un coup d'oeil

#### 3.1. Le Groupe SEZ

##### Structure du Groupe

Le Groupe SEZ est actif dans la production d'installations pour le décapage de wafers avec la technologie single-wafer pour la production de semi-conducteurs. Les installations de SEZ ont une position importante dans la chaîne de production de l'ébauche de wafer à la puce terminée : La technologie patentée « spin-process » permet aux fabricants de semi-conducteurs d'obtenir des résultats de décapage de qualité constante et de réagir de façon flexible sur les modifications de la charge de production ainsi que sur les modifications de l'architecture des puces.

Le Groupe est actif à l'échelle globale et dispose de sites de développement, de production, de vente et de service en Europe, Asie-Pacifique, Japon et Amérique du Nord. Un total de 886 collaborateurs était au service de SEZ au 30 juin 2007.

Au premier semestre 2007, SEZ a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de CHF 207.5 mios (CHF 168.2 mios au premier semestre 2006), un EBIT de CHF 20.2 mios. (CHF 10.4 mios) et un bénéfice net de CHF 20.7 mios (CHF 9.1 mios). Les dépenses pour la recherche et le développement se sont élevées à CHF 33.0 mios (CHF 27.8 mios).

Font partie du Groupe SEZ les entreprises mentionnées sur le tableau ci-après. Outre le siège de la société et l'établissement principal de Villach (Autriche) avec de propres facilités de montage, de test et de développement, SEZ dispose notamment en Asie d'un réseau de recherche et de service ainsi que de propres représentations.

##### Sociétés filiales et financières du Groupe SEZ

Société	But
SEZ Holding AG Zurich, Suisse	Holding
SEZ Management GmbH Villach, Autriche	Management
SEZ AG Villach, Autriche	Recherche et développement, production, vente et service
SEZ America, Inc. Phoenix, États-Unis	Recherche et développement, production, vente et service
SEZ Japan, Inc. Tokio, Japon	Recherche et développement, production, vente et service
SEZ Asia Pacific Pte. Ltd. Singapour	Vente et Holding pour les sociétés filiales Asie-Pacifique
SEZ Singapore Pte. Ltd. Singapour	Vente et service
SEZ Korea Ltd. Seoul, Corée	Vente et service
SEZ Taiwan Ltd. Hsin Chu City, Taiwan	Vente et service, recherche
SEZ China Co., Ltd Shanghai, Chine	Vente et service
SEZ d.o.o. Sencur, Slovénie	Développement de logiciel
SEZ Slovakia s.r.o. Bratislava, Slovaquie	Sourcing et achat

Source: SEZ Rapport Annuel 2006



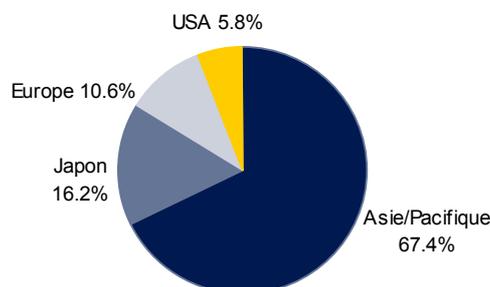
## Ventilation du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaire généré par SEZ au premier semestre 2007 (« H1 2007 ») provient à 7.1% du domaine service et pièces détachées et à 92.9% de la construction d'installations. Les principaux clients du groupe, avec une part d'environ 75% au chiffre d'affaires, étaient les producteurs de puces mémorisantes qui ont fortement augmenté leurs capacités dans la production de masse. Outre les producteurs de puces mémorisantes, les producteurs à la commande (« foundries ») étaient responsables de 15% et les fabricants de puces logiques pour 10% du chiffre d'affaires résultant de la construction d'installations.

La plus grande densité de producteurs de semi-conducteurs et d'acquéreurs de puces se trouve traditionnellement dans la région Asie-Pacifique. Par conséquent au premier semestre 2007 plus de deux tiers (67.4%) du chiffre d'affaires du groupe, soit CHF 140 mios a été réalisé dans cette région. Notamment le trend vers la production de masse a engagé en 2007 les offrants coréens de puces mémorisantes à remplacer les installations usuelles de décapage par des installations SEZ de single-wafer.

Au Japon SEZ a pu augmenter son chiffre d'affaires à CHF 33.6 mios, soit 16.2% du chiffre d'affaires net. L'Europe et les USA ont contribué ensemble pour CHF 34.0 mios ou 16.4% du chiffre d'affaires net du groupe.

Chiffre d'affaires par région H1 2007



Source: SEZ Rapport semestriel 2007

## 3.2. Segments et survol du marché

### Survol du marché

Dans l'industrie des semi-conducteurs, la tendance se poursuit de développer des puces toujours plus petites et plus performantes. Malgré l'amélioration des prestations, les prix de vente des puces restent plus ou moins inchangés, mais parallèlement à l'amélioration des prestations des puces, les coûts de production doivent être réduits. La principale raison de cette pression constante sur les coûts est que les prix de détail (PC, ordinateurs portables, téléphones mobiles, électronique de loisirs) restent inchangés malgré l'amélioration des prestations).



Une amélioration de la production de puces toujours plus performantes n'est possible que par un engagement de capitaux important. Le niveau actuel des prix sur le marché mondial pour les puces rend cependant difficile le financement de tels investissements. Une augmentation indirecte de la production – et la réduction du coût de production qui est liée – est possible en réduisant les déchets. Par conséquent, le processus de décapage par la technologie de single-wafer a gagné significativement en importance les dernières années.

Trois technologies dominent le décapage :

- Technologie Batch (Bancs humides multi strates) :  
Plusieurs wafers sont plongés simultanément dans un bassin
  - + Coût faible
  - + Emploi de produits chimiques standard
  - Répétition limitée
  - Résultats inégaux du décapage
  - Déchets importants
  
- Processus de pulvérisation multi strates :  
Une solution de nettoyage est giclée simultanément sur plusieurs wafers
  - + Coût limité
  - Technologie dépassée
  - Résultats inégaux du décapage
  
- Technologie single-wafer (procédure de décapage par rotation de plaquettes) :
  - + Usage étendu
  - + Grande flexibilité
  - + Répétition du processus ad libitum
  - + Meilleur résultat du décapage
  - + Déchets limités
  - Peu d'expériences dans le domaine FEOL
  - Coût des investissements

Par comparaison à la procédure usuelle multi strates, la technologie single-wafer de SEZ est plus avantageuse en ce qui concerne la précision et la répétition du processus, la productivité et la grande flexibilité.

### Parts de marché de SEZ

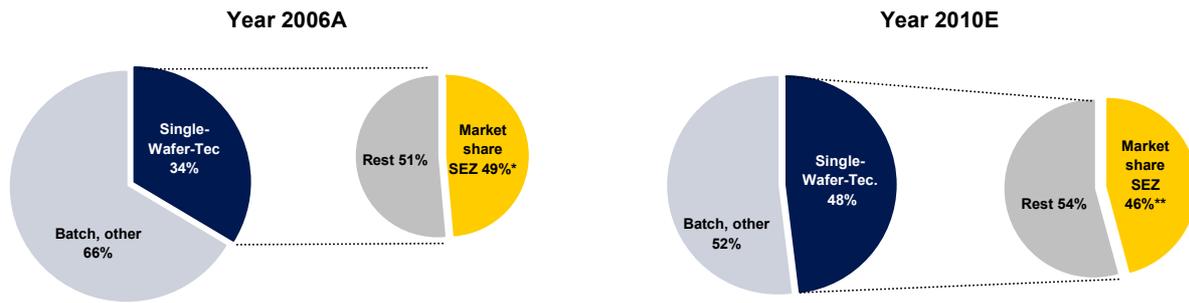
Le potentiel de marché pour les installation d'usinage pour le décapage de wafers est estimé à environ USD 1.90 mias pour 2006. Cette même année la part des processus single-wafer au décapage usuel correspond à 34% (USD 640 mios). Par la miniaturisation croissante et la réduction des plages de structure SEZ s'attend, comme les instituts de recherche indépendants, à une augmentation de la part de marché de cette technologie jusqu'en 2010 à environ 48% (USD 920 mios) pour un volume global stable (USD 1.92 mias).

En 2006, le chiffre d'affaires de SEZ s'est élevé à CHF 392 mios, soit à une part de marché du marché de la technologie single-wafer de 49% ou une part du marché global de 16%. L'évolution du marché jusqu'en 2010 sera marquée par la signification croissante de la technologie single-wafer ainsi que l'arrivée de nouveaux concurrents. Les pronostics du chiffre



d'affaires et de la part de marché de SEZ pour 2010 tiennent compte de ces développements : avec un chiffre d'affaires estimé de plus de CHF 500 mios, SEZ conservera sa part de marché sur un niveau constant élevé de 46% sur le marché de la technologie single-wafer malgré une concurrence renforcée. La part de marché absolue de SEZ s'élèvera à 22% par suite de la signification accrue de la technologie single-wafer.

**Marché de Wet Equipment et part du marché SEZ 2006A et 2010E**



\*Correspond à une part du marché de SEZ de 16%

\*\*Correspond à une part du marché de SEZ de 22%

Source: présentation du management de SEZ

**Production**

Deux cycles de production qui se suivent différencient la fabrication de puces : Front-End-of-Line (FEOL) et Back-End-of-Line (BEOL). FEOL comprend toutes les étapes de production pour l'apport de pellicules de métal (métallisation) sur les wafers. Les étapes de production BEOL ont lieu à l'issue de la métallisation.

Actuellement les applications single-wafer sont sous représentées dans le cycle FEOL. Le marché est dominé par la technologie Batch qui est dépassée mais avantageuse. Pour les années à venir, SEZ voit dans ce domaine le plus gros potentiel de croissance qui doit être viabilisé avec les lignes de production Esanti et Da Vinci Prime (Cf. 6.1).

La technologie single-wafer a pu s'imposer ces dernières années dans le segment BEOL par suite de sa supériorité technologie en liaison avec les frais réduits du cycle de production (« Cost of Ownership » réduit). Avec la ligne de production Da Vinci, on a introduit des installations de décapage dans le segment BEOL qui ont été spécialement développées pour la production de masse.

**Objectif stratégique**

Le remplacement de la technologie Batch par des solutions single-wafer a pu être accéléré dans les années 2006 et 2007 (1er semestre). Avant tout ce sont les producteurs asiatiques

à la demande et les fabricants de puces mémorisantes qui se sont décidés pour le processus plus flexible et plus précis single-wafer et ce également dans la production de masse. La position de pointe de SEZ comme offrant de systèmes single-wafer pour le décapage de wafer a pu être développée conformément à la stratégie. Une part importante au succès du développement économique de SEZ en 2006 jusqu'au 1er semestre 2007 est dû aux applications BEOL de la ligne de produit Da Vinci. Dans le but stratégique de devenir également leader du marché dans le domaine FEOL pour les applications de décapage single-wafer, SEZ a atteint deux nouvelles bornes technologiques : L'introduction du nouveau processus ESA (« Enhanced Sulfuric Acid ») pour le décapage humide de laques photographiques et la présentation de la nouvelle plateforme Esanti pour le traitement de masse dans le secteur de nettoyage FEOL.

### **Planification 2008 - 2010**

Avec ses produits dans le segment BEOL, SEZ opère dans un marché relativement mur qui est marqué par les facteurs suivants :

- Les producteurs de puces logiques et les fabricants à la demande (foundries) disposent déjà d'un bon équipement en systèmes single-wafer, ce qui a conduit à court terme à un ralentissement de la demande dans ce domaine
- Le marché pour les installations single-wafer se transpose de façon croissante chez les producteurs de puces mémorisantes
- L'entrée sur le marché de concurrents avec des systèmes single-wafer conduit à des pressions sur les prix et une lutte sur les parts de marché

Vu ces raisons SEZ croit à des parts de marché difficilement tenues dans le segment BEOL, ce qui implique des innovations constantes pour réduire le coût des cycles de vie (« Total Cost of Ownership ») pour les utilisateurs.

La croissance significative, qui est prévue dans la planification 2008-2010, sera atteinte par la mise en valeur de nouvelles applications pour les installations single-wafer, soit le segment dit FEOL. Avec cette mise en valeur le spectre d'utilisation du système single-wafer de SEZ sera élargi de façon durable.

Ce qui est décisif pour la mise en valeur du segment FEOL est le développement déjà mentionné d'une technologie pour l'élimination de laques photographiques (processus ESA) ainsi que l'introduction en cours sur le marché de la plateforme Esanti (Cf. également Appendice 1).



## 4. Evaluation

### 4.1. Périmètre d'évaluation

#### **Stand-alone / Synergies / Prime de contrôle**

La planification financière utilisée par Sarasin se limite à SEZ comme société cible, c'est-à-dire qu'on part d'un développement futur de SEZ sur une base indépendante (« stand-alone »), sans tenir compte de l'OPA de LAM Research.

La reprise de SEZ permet à une reprenant industriel d'utiliser le potentiel de synergies dans certains domaines. Pour l'acquéreur industriel comptent avant tout les synergies dans la technologie, dans la gamme de produits ainsi que dans l'accès au marché. Certains acquéreurs peuvent également profiter de synergies de coût. L'existence d'un tel potentiel de synergies entre SEZ et LAM Research a été soulignée par les deux parties.

La valorisation stand-alone de SIG sur la base de la méthode DCF (Cf. Chap. 4.4) et la valorisation sur la base de sociétés cotées comparables (Cf. Chap. 4.5) ne tiennent pas compte de ces potentiels de synergies car ils ne peuvent pas être réalisés par SEZ sur une base stand-alone.

La valorisation sur la base de transactions comparables (Cf. Chap. 4.6) et l'analyse des primes (Cf. Chap. 4.7.) permettent cependant une comparaison avec les valeurs qui ont été payées lors d'autres transactions. Ces valeurs peuvent donner une indication sur le dédommagement des actionnaires de la société visée pour le potentiel futur de synergies. Le potentiel de synergies apporté par les actionnaires d'une société visée est normalement dédommagé dans le cas d'un actionnaire exerçant le contrôle et est nommé prime de contrôle. Dans le cas de SEZ il n'existe pas d'actionnaire exerçant un contrôle.

#### **Date de valorisation et événements ultérieurs**

Le 1<sup>er</sup> janvier 2008 a été choisi comme date de valorisation. Le bilan au 31 décembre 2006 sert de point de départ pour la planification utilisée. Le Management de SEZ a confirmé à Sarasin que depuis lors aucun événement n'a eu lieu qui ne soit représenté dans la planification et qui puisse avoir une influence matérielle sur l'évaluation.

### 4.2. Planification utilisée

La valeur d'une entreprise se calcule sur la base des apports futurs auxquels on peut s'attendre par l'utilisation de ses facteurs de succès au moment de la valorisation, y compris sa substance matérielle, sa force d'innovation, ses produits et sa situation sur le marché, son organisation interne, ses collaborateurs et son management. En admettant que seuls des buts financiers soient poursuivis, la valeur de l'entreprise dépend de sa capacité à produire des excédents financiers pour ses détenteurs en utilisant tous les facteurs qui influencent sa capacité bénéficiaire.



## Horizon de planification et valeur résiduelle

Pour calculer les futurs excédents financiers, Sarasin a pris comme base de départ pour ses analyses le développement historique, la prévision 2007 ainsi que le Businessplan 2008-2010 (y compris le budget 2008) et les perspectives à long terme de SEZ. Comme horizon de planification a été choisie la période jusqu'en 2015 ; pour 2015 on a admis un excédent financier normalisé, établi avec les hypothèses utilisées pour le calcul de la valeur résiduelle. Dans le cadre de la normalisation en 2015, on a notamment observé que la croissance, les marges, les investissements et le taux d'imposition paraissent plausibles dans la perspective des valeurs historiques et de l'argumentation du management de SEZ. L'excédent financier ainsi calculé pour l'exercice 2015 a été utilisé pour calculer la valeur résiduelle au moyen de la formule de la rente perpétuelle.

## Plausibilité et consistance des plans financiers

Dans le cadre des travaux d'évaluation, Sarasin a examiné les principaux facteurs influençant la valeur de l'entreprise (« Value Driver ») par rapport à leur plausibilité et leur consistance en tenant compte du développement historique. En outre la planification a été discutée avec la direction de SEZ, ce qui était notamment important en vue de l'évaluation des perspectives de croissance et des marges.

Là, où cela était nécessaire de l'avis de Sarasin, des adaptations ont été faites aux plans financiers. Le tableau suivant donne un aperçu des hypothèses retenues par Sarasin pour l'évaluation des principaux Value Drivers :

<b>CROISSANCE</b>	<b>2007 – 2010</b>	<b>2011 – 2015</b>
<p><b>Croissance nominale du chiffre d'affaires (moyenne p.a.)</b></p> <p>Comme fabricant d'installations de production pour l'industrie des semi-conducteurs, SEZ travaille dans un environnement extrêmement volatile, marqué par des cycles. Les phases avec une croissance supérieure à la moyenne alternent avec des phases de faible croissance (normalement avec des baisses du chiffre d'affaires de 12% à 25%).</p> <p>Le management s'attend à un essor pour les années 2008-2010 avec des taux de croissance nettement supérieur à la moyenne. A la suite de ce boom suivra par conséquent une dépression qui conduit à une croissance faible dans la seconde période de planification à partir de 2011.</p> <p>La croissance du chiffre d'affaires attendue par SEZ pour les années 2008 à 2010 est élevée, même pour un boom et contient des gains de parts de marchés. Ces croissances attendues des parts de marché nécessitent deux développements. <b>Primo</b> SEZ escompte que la technologie single-wafer gagnera des part de marché contre la technologie batch (Cf. présentation sur les parts de marché au chapitre 3.2). <b>Secundo</b> SEZ espère pouvoir s'imposer dans le marché FEOL avec ses produits et profiter</p>	<p><b>16.9%</b> <b>p.a.</b></p>	<p><b>1.2%</b> <b>p.a.</b></p>



<p>des gains de parts de marché de la technologie single-wafer (Cf. présentation dans l'appendice 6.1).</p> <p>A l'issue au boom on escompte une dépression à partir de 2011. La croissance limitée entre 2011 et 2015 reflète ces circonstances et est avant tout due à une baisse à court terme du chiffre d'affaires en 2011. Comme cette baisse devrait toucher cependant toute l'industrie, la planification à long terme admet que SEZ pourra tenir les parts de marché gagnées lors de la période de planification jusqu'en 2010 par de nouvelles technologie et de nouveaux produits.</p>		
---	--	--

<b>PROFITABILITE</b>	<b>2007 – 2010</b>	<b>2015</b>
<p><b>Marge brute</b></p> <p>Pendant la période 2003-2007<sup>E</sup> SEZ a atteint une marge brute de 40.8%. Pour la période 2007<sup>E</sup> à 2010<sup>E</sup> SEZ s'attend à une marge brute moyenne de 40.4%; toutefois pour 2007 on part d'une marge brute de 36.7%. Par l'arrivée sur le marché dans le domaine FEOL on admet qu'avec une augmentation sensible du chiffre d'affaires une amélioration de la marge brute pourra être atteinte jusqu'en 2010.</p> <p>Le cycle de baisse des années 2011 et 2012 conduit, comme dans le passé, à un recul temporaire de la marge brute.</p> <p>A long terme on a tenu compte d'une marge brute de 41.0% qui correspond à la moyenne historique.</p>	Moyenne <b>40.4%</b>	<b>41.0%</b>
<p><b>Recherche et développement en % du chiffre d'affaires</b></p> <p>Pendant la période de planification 2007 à 2010 SEZ prévoit une dépense de recherche et de développment stable en chiffres absolus de l'ordre de grandeur des dépenses pour 2007. Avec la croissance du chiffre d'affaires jusqu'en 2010, cela conduit à une baisse des dépenses R&amp;D en % du chiffre d'affaires de 19.2% à 13.1%. Le pipeline de produits plein et les économies d'échelle rendent plausibles une telle évolution. Selon SEZ la valeur de 14.5% atteinte en 2015 correspond à un chiffre-clé usuel à long terme dans l'industrie.</p>	Moyenne <b>16.1%</b>	<b>14.5%</b>



<p><b>Vente, marketing et administration en % du chiffre d'affaires</b></p> <p>Les dépenses pour la vente, le marketing et l'administration ont de l'avis de la direction de SEZ avant tout un caractère variable, avec de légères économies d'échelle. SEZ considère à long terme 14.0% comme valeur justifiable.</p>	<p>Moyenne <b>14.5%</b></p>	<p><b>14.0%</b></p>
<p><b>Marge EBIT qui en résulte</b></p> <p>La marge EBIT à long terme qui résulte des paramètres ci-dessus est d'environ 12.5%.</p> <p>Dans l'industrie des sous-traitants de l'industrie des semi-conducteurs on peut en général observer une dépendance de la marge EBIT de la grandeur. Les grandes sociétés comme Applied Materials, Novellus Systems, LAM Research, KLA-Tencor, ASML Holding et Tokyo Electron avec plus de 1 milliard de CHF de chiffre d'affaires atteignent des marges de 23.4%<sup>1</sup> en moyenne.</p> <p>Les plus petits offrants de créneaux comme FSI International, Dainippon Screen Manufacturing, SES, Semitool, Axcelis Technologies et Mattson Technology obtiennent des marges plus faibles dans le domaine d'une moyenne de 9.5% (fourchette moyenne de 6.2% à 12.3%)<sup>2</sup>. L'objectif de marge à long terme admis pour SEZ de 12.5% se trouve ainsi dans le secteur supérieur des pronostics de marge pour les offrants de créneaux.</p>	<p>Moyenne <b>9.8%</b></p>	<p><b>12.5%</b></p>

<sup>1</sup> Source : Bloomberg EBIT Estimates 2008 / 2009

<sup>2</sup> Source : Bloomberg EBIT Estimates 2008 / 2009



INVESTISSEMENTS	2007 – 2010	2015
<p><b>Investissements en % du chiffre d'affaires</b></p> <p>SEZ investit principalement dans des immobilisations corporelles comme bâtiments, installations de production, prototypes et autres machines, outils, équipement de production et mobilier.</p> <p>Selon les indications de la direction, des dépenses d'investissement importantes ont été faites dans le passé récent – dans la perspective du lancement de produits dans le domaine FEOL – en relation avec l'introduction de la famille de produits Esanti (2006 : 11.7% du chiffre d'affaires). Pour 2007 à 2010 SEZ escompte par conséquent une dépense d'investissement de 6.2% du chiffre d'affaires comme suffisante, bien que clairement inférieure à la moyenne.</p> <p>A long terme SEZ considère des investissements de 7.0% à 8.0% du chiffre d'affaires comme pertinents.</p>	Moyenne <b>6.2%</b>	<b>7.5%</b>

#### Autre Value Driver

##### Valeur résiduelle : croissance admise après l'exercice 2015

Le taux de croissance pour le calcul de la valeur résiduelle influence profondément le résultat de l'évaluation car le poids de la valeur résiduelle est important pour les estimations par la méthode Discounted Cash Flow. Pour l'évaluation de SEZ Sarasin a admis une croissance perpétuelle de 1.0% p.a., ce qui correspond à une attente modérée de l'inflation.

##### Taux d'imposition

La direction de SEZ considère un taux d'imposition moyen à long terme de 20.0% comme équitable. Celui-ci, par suite d'une structure d'entreprise optimale en ce qui concerne l'imposition du groupe, est légèrement inférieur à l'ordre de grandeur international usuel de 23.0%. Il a été tenu compte dans la période de planification des reports de perte utilisables. Pour le modèle d'évaluation, Sarasin a admis un taux d'imposition de 20.0% à partir de 2007.

### 4.3. Méthodes d'analyse utilisées

Pour juger de l'équité financière du prix d'acquisition, la méthode DCF est au premier plan. Pour contrôler la plausibilité du résultat de l'évaluation, une analyse de sociétés comparables (analyse Compco), une analyse de transactions comparables (analyse Compac) ainsi qu'une analyse des primes de contrôle payées sur le marché suisse lors de transactions en bourse ont été faites de surcroît.



#### 4.4. Méthode Discounted Cash Flow

Dans la méthode DCF on calcule d'abord la valeur actuelle des excédents financiers du capital nécessaire à l'exploitation. Comme excédents financiers on a retenu le Free Cash Flow qui est à la disposition des actionnaires et des bailleurs de fonds étrangers. La somme des valeurs actuelles du Free Cash Flow (y compris la valeur résiduelle) ainsi que les actifs éventuellement non nécessaires à l'exploitation donnent la valeur brute de l'entreprise. De celle-ci sont déduits les engagements portant intérêts, apurés des moyens liquides excédentaires, pour obtenir la valeur nette de l'entreprise, soit la valeur des fonds propres.

Pour le calcul de la valeur actuelle des excédents financiers on a utilisé le taux d'escompte pondéré des coûts des capitaux propres et étrangers (Weighted Average Cost of Capital). Pour le calcul des composants des coûts de capital on a utilisé le Capital Asset Pricing Model. Vu que le management de SEZ tend à obtenir une structure du capital sans dettes nettes, l'analyse du coût des fonds étrangers est superflue. Le coût pondéré des fonds propres et étrangers correspond au coût des fonds propres.

Comme la planification financière est représentée en CHF, un taux d'escompte a été calculé sur la base des coûts du capital en CHF. Les variables suivantes ont été retenues pour le calcul du taux d'escompte :

##### Taux d'intérêts sans risque

Pour le calcul du taux d'intérêts sans risque on est parti d'un taux d'intérêts en CHF pour un investissement dans le marché des capitaux (quasi) sans risque. En fait on a retenu pour le taux d'intérêts sans risque le rendement atteignable à long terme d'emprunts d'émetteurs de droit public. Comme les durées sont limitées dans le temps, il faut adopter une hypothèse sur le niveau des intérêts lors du réinvestissement. Comme base a été retenue l'évolution des taux d'intérêts dans le passé.

Les emprunts de la Confédération Suisse d'une durée restante d'environ 30 ans ont le 19 décembre 2007 un rendement de 3.2 %<sup>3</sup>. Pendant les 10 dernières années, le rendement des emprunts de la Confédération d'une durée restante de 30 ans s'est élevé en moyenne à 3.8%<sup>4</sup>. Sur une période de plusieurs décennies, le niveau des intérêts était cependant clairement supérieur à 4%<sup>5</sup>. En tenant compte de l'évolution des taux d'intérêts dans le passé et des rendements actuels des emprunts à long terme on a admis un taux d'intérêts de base de 4.0%.

##### Prime de risque

Un engagement dans une entreprise est toujours lié à des risques. Par conséquent les excédents financiers futurs ne peuvent être prévus avec certitude. Les investisseurs font payer le risque d'entreprise qu'ils ont pris par une prime de risque. Comme les investisseurs prennent un risque particulier lors de l'engagement dans une entreprise, il est nécessaire de prévoir une prime au taux d'intérêts sans risque (prime de risque). Pour obtenir un risque équi-

---

<sup>3</sup> Source : Bloomberg

<sup>4</sup> Source : Datastream

<sup>5</sup> Source : Pictet & Cie, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2006), janvier 2007



valent avec les flux de capitaux à escompter, l'établissement de la prime de risque doit refléter la structure de risque de l'entreprise à évaluer.

Pour le calcul de la prime de risque on peut recourir au modèle de formation des prix sur le marché des capitaux. Le modèle le plus utilisé en théorie et en pratique est le Capital Asset Pricing Model (CAPM). Il a été utilisé dans le cas présent.

La prime de risque spécifique à une entreprise est obtenue pour la multiplication du facteur bêta de l'entreprise avec la prime de risque de marché. Le facteur bêta est une mesure pour le risque spécifique de l'entreprise en relation avec le risque de marché. Un facteur bêta supérieur à un signifie que la valeur des fonds propres de l'entreprise considérée, mesurée au cours des actions, réagit en moyenne plus que proportionnellement aux variations du marché; un facteur bêta inférieur à un signifie que sa valeur se modifie en moyenne moins que proportionnellement.

Le calcul de la prime de risque de marché se fait par la formation d'un différentiel de rendement entre un investissement en actions et un investissement sans risque. Des recherches sur le marché des capitaux montrent qu'à long terme, dans le passé, les investissements en actions ont fourni des rendements supérieurs à ceux en emprunts à faible risque. En tenant compte du rendement à long terme du marché des actions en Suisse d'environ 8% à environ 10%<sup>6</sup> on obtient, en déduisant le taux d'intérêts sans risque admis de 4% une prime de risque de marché d'environ 5% qui a servi de base à l'évaluation.

Pour obtenir le facteur bêta pour les sociétés on a retenu le facteur bêta d'entreprises comparables (Cf. Appendice 6.5). Pour pouvoir comparer effectivement le facteur bêta des entreprises similaires, celles-ci ont été apurées de leur endettement spécifique. Le facteur bêta (franc de dettes) de ces entreprises comparables se monte à 1.17.

Pour obtenir de ce facteur bêta des entreprises similaires apuré de l'endettement le facteur bêta pour SEZ, il faut l'adapter à l'endettement spécifique de SEZ. Pour le calcul du facteur bêta de SIG on a utilisé un endettement visé de 0 % de dettes financières nettes pour 100 % de fonds propres (aux valeurs de marché). Cela correspond à un financement à 100% par des fonds propres que l'on peut considérer comme usuel dans l'industrie de SEZ.

### **Coût des capitaux étrangers**

Vu la structure du capital visée sans dettes financières nettes, il est superflu de procéder à une analyse de la prime de risque sur le taux d'intérêts sans risque.

---

<sup>6</sup> Source : Pictet & Cie, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2006), janvier 2007



## Coût global du capital

Sur la base des explications qui précèdent, le coût global du capital pour SEZ se calcule comme suit :

Calculation de WACC		
(chiffres partiellement arrondis)	SEZ	Source:
Taux d'intérêt sans risque	4.0%	Rendement bons du Trésor suisse, réinvestissement compris
Prime de marché	5.0%	(rendement des actions - taux sans risque); Pictet
Unlevered Beta	1.17	Analyse Peergroup; Bloomberg
Relevered Beta	1.17	= Unlevered Beta * (1+(1-i) * Gearing)
<b>Coût des fonds propres</b>	<b>9.85%</b>	= taux sans risque + (prime de risque du marché * unlevered Beta)
Taux d'intérêt sans risque	n.m.	
Prime de risque	n.m.	
<b>Coût capitaux étrangers</b>	<b>n.m.</b>	
Coût capitaux étrangers (après i.)	n.m.	= coût des capitaux étrangers * (1-i)
Gearing (net debt / equity*)	0	Structure admise visée à long terme
Part capitaux étrangers	0%	
Part des fonds propres	100%	
Taux d'imposition (i)	20.0%	Taux d'imposition marginal
<b>WACC (après impôts)</b>	<b>9.85%</b>	Coût global des capitaux après impôts

\* Valeur du marché

## Particularités

Selon SEZ, la société ne dispose pas de biens significatifs qui ne soient pas nécessaires à l'exploitation. On a tenu compte des flux d'argent du paiement du dividende pour l'exercice 2006 et pour le rachat d'actions. Il a été également tenu compte du prix d'exercice des options de collaborateurs qui a été payé par les collaborateurs de SEZ ou (en cas d'options « in the money » non encore exercées) qui devrait être payé théoriquement.

Les propres actions ont été déduites pour le calcul du nombre d'actions. Il a été également tenu compte des nouvelles actions provenant de l'exercice d'options de collaborateurs.

Les liquidités nécessaires à l'exploitation sont estimées par SEZ à CHF 50 millions et ne sont pas contenues dans le calcul des dettes financières nettes. La liquidité nécessaire à l'exploitation est rémunérée à un taux à court terme.



## Analyse de sensibilité

La fourchette des valeurs de l'évaluation DCF a été fixée par une analyse de sensibilité, sur la base de laquelle les Value Driver ont évolué dans une fourchette. Comme paramètres ont été fixés le WACC, la croissance perpétuelle, la marge brute de 2015 ainsi que le taux d'imposition à partir de 2007. Le résultat de l'analyse de sensibilité est présenté dans le tableau suivant :

Analyse de sensibilité				
Value Driver	Scénario de base	$\Delta$ Value Driver	Scénario de sensibilité	Valeur par action (en CHF)
<b>WACC</b>	9.85%	+ 1%	10.85%	35.2
		- 1%	8.85%	42.6
<b>Croissance perpétuelle</b>	1.00%	- 1%	0.00%	36.5
		+ 1%	2.00%	40.9
<b>Marge brute 2015</b>	41.00%	- 2%	39.00%	35.2
		+ 2%	43.00%	41.7
<b>Imposition à partir de 2007</b>	20.00%	+ 5%	25.00%	36.2
		- 5%	15.00%	40.6

## Résultat de l'évaluation DCF

L'évaluation par la méthode DCF conduit à une valeur dans la fourchette de **CHF 35.2** à **CHF 42.6** par action nominative SEZ.

### 4.5. Valorisation sur la base de sociétés cotées similaires (Compco)

#### Importance

Cette méthode est notamment favorisée par l'analyse financière car les acteurs du marché des capitaux ne disposent généralement pas des plans financiers détaillés des entreprises. Comme Sarasin a pu consulter les plans financiers de SEZ et que leur plausibilité a pu être discutée avec le management et comparée avec divers autres documents supplémentaires mis à disposition par la société, nous considérons l'évaluation DCF comme la méthode de valorisation la plus adéquate Et ce également vu le fait que cette méthode d'évaluation ne tient pas ou très peu compte des primes de contrôle qu'un acheteur est prêt à payer lors d'une reprise.

L'évaluation à l'aide de sociétés cotées similaires a été utilisée avant tout pour vérifier la plausibilité des résultats de l'évaluation selon la méthode DCF.



## Méthodologie

Au travers de la division de la valeur d'entreprise (valeur boursière actuelle plus dettes nettes et intérêts minoritaires) de sociétés cotées similaires par les excédents financiers actuels ou attendus (notamment Sales, EBITDA, EBIT, Net Income, Book Value) pour les derniers douze mois et les deux exercices suivants, on obtient des multiples et on forme une moyenne (Cf. Appendice 6.2). L'application de ces multiples moyens sur les ratios (Sales, EBITDA, EBIT, Net Income, Book Value) de SEZ donne un résultat de valorisation pour chaque multiple moyen utilisé.

Les deux facteurs suivants ont une importance considérable sur le résultat de l'évaluation :

- le multiple moyen obtenu et
- le choix et le calcul des ratios financiers de SEZ sur lesquels le multiple est appliqué.

Le multiple moyen dépend principalement du choix des sociétés comparables retenues. Le multiple n'est pertinent que si l'on a à disposition des sociétés qui sont comparables à la société à évaluer au point de vue des caractéristiques essentielles.

Comme la méthode se base sur des résultats actuels ou attendus dans un avenir de 1 à 2 ans (LTM, 2008<sup>E</sup>, 2009<sup>E</sup>), le calcul reflète la valeur de l'entreprise dans une optique à court terme. Les potentiels de croissance et d'amélioration des marges réalisables à moyen terme ainsi qu'un stade spécifique dans le cadre d'un cycle des affaires ne sont contenus que si les sociétés comparables ont des potentiels de croissance et de marge comparables et se trouvent dans la même phase du cycle des affaires.

## Choix de sociétés comparables à SEZ

Le choix de sociétés comparables à SEZ est une tâche difficile. SEZ produit des installations de fabrication pour le domaine « front-end » de l'industrie des semi-conducteurs. Ce segment industriel est hétéroclite à divers points de vue : des machines spéciales sont nécessaires pour les exigences des différentes étapes de la chaîne de production des semi-conducteurs dont la production suit des modèles d'affaires différents selon les entreprises.

Il n'a pas été possible d'identifier des entreprises cotées en bourse directement comparables à SEZ pour le modèle d'affaires qui se trouvent en outre dans un stade comparable du cycle des affaires et centrées sur la fabrication d'installations de décapage pour la technologie single-wafer. Néanmoins il y a diverses entreprises comparables à disposition sur le marché qui sont directement ou indirectement en concurrence avec SEZ au point de vue de la technologie utilisée.

Comme mentionné au chapitre 4.2, la grandeur relative d'une entreprise et l'étendue de son offre ont une influence sur le modèle des affaires. En général il peut être dit que les constructeurs d'installations avec une valeur d'entreprise supérieure à CHF 2 milliards et une offre de produits largement diversifiée ont à long terme des marges clairement supérieures et plus stables (marges EBIT atteignables de plus de 20%) que les offrants plus petits (valeur d'entreprise inférieure à CHF 2 milliards) avec une offre de produits spécialisée (marges EBIT atteignables entre 8% et 13%). SEZ fait ici partie des offrants plus petits avec des produits ciblés.



Vu ces circonstances, des entreprises comparables ont été identifiées, qui de façon idéale remplissent les critères suivants :

- Sociétés spécialisées dans le domaine « front-end » pour la fabrication de semi-conducteurs
- Attentes de croissance et de rentabilité comparables
- Position de pointe dans les étapes de production de wafer et actives sur le marché global
- Ordre de grandeur comparable (« Direct Peers »).

Comme entreprises comparables ont été choisies :

Groupe 1: (Direct Peers)	Groupe 2: (Large Peers)
- Axcelis Technologies Inc.	- Applied Materials Inc.
- Dainippon Screen Manufacturing Co Ltd.	- ASML Holding NV
- FSI International Inc.	- KLA-Tencor Corporation
- Mattson Technology Inc.	- Lam Research Corporation
- Semitool Inc.	- Novellus Systems Inc.
- SES Co Ltd.	
- Tokyo Electron Ltd.	

Sur la base des critères susmentionnés nous considérons ces entreprises comme foncièrement qualifiées pour le calcul des multiples moyens. Vu le modèle d'affaires de SEZ qui offre uniquement des installations pour le décapage de single-wafer lors de la production de puces, nous avons réparti les entreprises comparables en deux groupes. D'une part les « Direct Peers », qui sont plus comparables au point de vue de la grandeur et de l'offre de produit et d'autre part les « Large Peers » qui disposent d'un portefeuille de produits plus large et d'une valeur d'entreprise de plus de CHF 2 milliards. Certains de ces « Large Peers » sont également actifs dans d'autres domaines (p.ex. production d'écrans, stockage de données, lithographie).

La répartition en deux groupes tient compte du fait que les « Direct Peers », par suite des marges EBIT et EBITDA plus faibles, ont des multiples inférieurs aux « Large Peers ». Les marges plus basses sont la suite des luttes de prix difficiles dans le marché des producteurs d'équipement pour les semi-conducteurs. Pour des standards d'installations techniquement comparables les « Direct Peers » plus petits doivent accepter des produits de vente plus faibles par suite de grandeurs inférieures ou d'absence de solutions globales. D'autre part les « Large Peers » font figure sur le marché d'offrants globaux qui peuvent offrir aux clients des installations et systèmes de productions différents et harmonisés. En outre l'entrée sur le marché de nouvelles entreprises dans le domaine des « Direct Peers » conduit à une pression supplémentaire des prix car l'entrée sur le marché se fait au moyen de prix agressifs alors que la pression de la concurrence dans le domaine des « Large Peers » est notamment plus faible (oligopole / duopole).



Sur la base de l'environnement de marché hétéroclite présenté ci-dessus dans lequel les « Direct Peers » fonctionnent de façon différente que les « Large Peers », il faut comparer en premier lieu les « Direct Peers » avec SEZ et se baser sur les multiples qui en découlent. Pour arrondir l'image nous avons également tenu compte ci-après des fourchettes d'évaluation pour la moyenne de toutes les sociétés comparables (« All Comparables ») :

CHF per Share	Mean (All Multiples)		
	LTM	2008E	2009E
<b>Direct Peers</b>	<b>42</b>	<b>34</b>	<b>36</b>
All Comparables (w/o Min & Max)	39	39	44

Nous considérons les chiffres-clés des « Direct Peers » comme plus significatifs.

### Résultat de l'évaluation sur la base de sociétés comparables cotées

L'évaluation sur la base de sociétés cotées comparables conduit aux fourchettes de valeurs suivantes:

« Direct Peers » **CHF 34.- à CHF 42.-** par action nominative

Il a été renoncé expressément à une comparaison avec les « Large Peers » ou avec toutes les sociétés comparables (« All Comparables ») par suite des conditions économiques clairement plus favorables dont profitent les « Large Peers ».

Comme mentionné ci-dessus il faut observer que l'évaluation par rapport aux sociétés comparables ne comprend pas de prime de contrôle.

Le résultat de l'évaluation sur la base de sociétés comparables confirme le résultat de l'analyse Discounted Cash Flow en ceci que les fourchettes des deux évaluations sont proches l'une de l'autre.

#### 4.6. Valorisation sur la base de transactions comparables (Compac)

##### Importance

Si un acheteur stratégique et un vendeur veulent s'accorder sur un prix d'achat en vue d'une reprise, il faut que les deux parties fassent des hypothèses sur les potentiels de synergies et de combinaison des forces dans le cadre de leurs estimations. Pour obtenir l'aval comme acheteur, il faut être prêt à inclure une partie du potentiel futur de synergies dans le prix offert, ce qui conduit dans la règle à une prime sur le cours de bourse. Une analyse de transactions comparables peut donner une indication sur les multiples payés dans les situations d'OPA. Toutefois il faut dire qu'il est difficile de trouver des transactions qui soient à la fois



comparable et actuelles. Celles-ci ne doivent pas être trop anciennes car les multiples payés – comme les estimations du marché des actions – peuvent fortement se modifier dans le temps.

## Méthodologie

Au travers de la division de la valeur d'entreprise qui a été payée dans le cadre d'une offre de reprise par les ratios financiers choisis de la société cible (par exemple Sales, EBITDA, EBIT, Net Income), on obtient le multiple payé. On calcule un multiple moyen sur la base de diverses transactions que l'on multiplie avec l'excédent financier correspondant de la société cible pour obtenir sa valeur en tant que société cible.

## Choix de transactions semblables

Les principaux critères que nous avons retenus pour le choix des transactions sont les suivants :

- Grandeur de la transaction supérieure à USD 50 millions
- Activités industrielles comparables de la société cible (soit fournisseur d'installations de production ou de composants complexes pour des installations de production pour la fabrication de microprocesseurs (front-end et back-end))
- Date de transaction : 2005 et plus tard
- Reprise d'une majorité
- Multiples à disposition

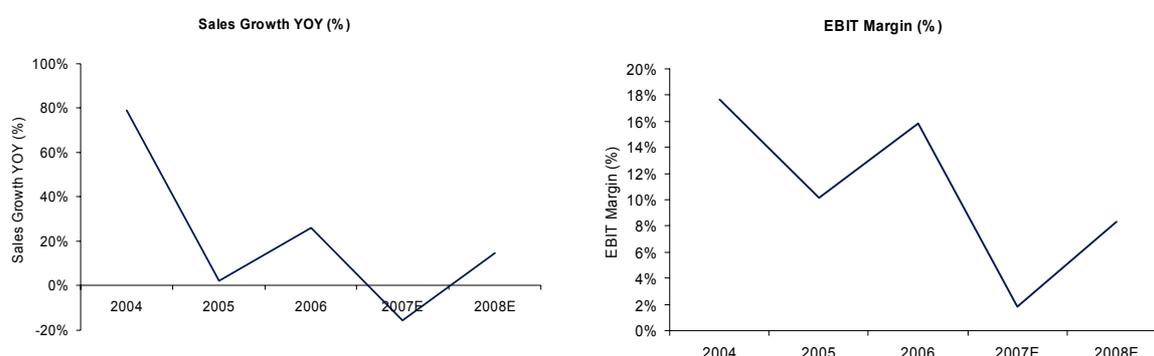
## Résultat de l'évaluation sur la base de transactions semblables

Les multiples payés pour les transactions semblables figurent dans l'Appendice 3. L'analyse montre que les ratios qui en résultent diffèrent très fortement. Les transactions à disposition des dernières années ne sont que difficilement comparables avec l'OPA sur SEZ car aucune transaction avec des fournisseurs d'installations de production dans le domaine « front-end » n'a pu être identifiée. Les dix transactions de l'Appendice 3 proviennent toutes du domaine « back-end », contrôle de qualité et fabrication de composants.

Une autre difficulté pour l'évaluation sur la base de transactions semblables est le fait que le développement du chiffre d'affaires et de la profitabilité est très volatile chez SEZ et connaît un mouvement de vague pour la période 2006 à 2008 ; cela signifie qu'après la forte croissance du chiffre d'affaires et de la profitabilité supérieure à la moyenne en 2006, une baisse du chiffre d'affaires significative et une profitabilité plus faible sont attendus en 2007 avant qu'une augmentation attendue de la demande et les effets positifs de la mise en valeur de nouveaux marchés en 2008 (applications FEOL) se reflètent dans les chiffres financiers.



Tableaux: Croissance du chiffre d'affaires (YoY) et évolution de la marge EBIT : 2004-2008



Source : Management Report de SEZ

Dans cette perspective, Sarasin considère comme approprié d'appliquer les multiples provenant de l'évaluation de transactions semblables sur les ratios LTM (4<sup>ème</sup> trimestre 2006 au 3<sup>ème</sup> trimestre 2007) et 2008<sup>E</sup> de SEZ II en résulte les valeurs suivantes par action nominative SEZ :

SEZ LTM		Mean (All)	Mean (EBIT / PE)
All Transactions w/o Min & Max	Value per Share (CHF)	47	35

SEZ 2008E		Mean (All)	Mean (EBIT / PE)
All Transactions w/o Min & Max	Value per Share (CHF)	48	37

Vu la comparabilité limitée des transactions, la fourchette d'évaluation a été calculée sans tenir compte ni du ratio le plus haut ni du plus bas ce qui donne une fourchette d'évaluation de **CHF 35.-** à **CHF 48.-** par action nominative SEZ.

L'évaluation sur la base de transactions semblables contient de par sa nature une prime de contrôle ou la prime pour les effets de synergie réalisables par l'acquéreur. Comme mentionné ci-devant, le résultat est d'une signification limitée.



#### 4.7. Analyse des primes payées dans le marché suisse des capitaux

Comme autre analyse on peut également estimer dans quelle mesure la prime de 53.4% offerte dans la présente transaction par rapport à la moyenne des cours d'ouverture de bourse de l'action SEZ pendant 60 jours de bourse avant l'annonce préalable de l'offre de LAM correspond aux primes payées pour des transactions comparables.

Les critères pour les transactions comparables ont été fixés comme suit :

- Grandeur de la transaction supérieure à CHF 50 millions
- Société avec des activités industrielles (sans fournisseurs d'énergie / services financiers, etc.)
- Date de transaction : 2005 ou plus tard
- Changement de contrôle
- Société cible cotée à la SWX Swiss Exchange
- Prix d'acquisition payé essentiellement en espèces

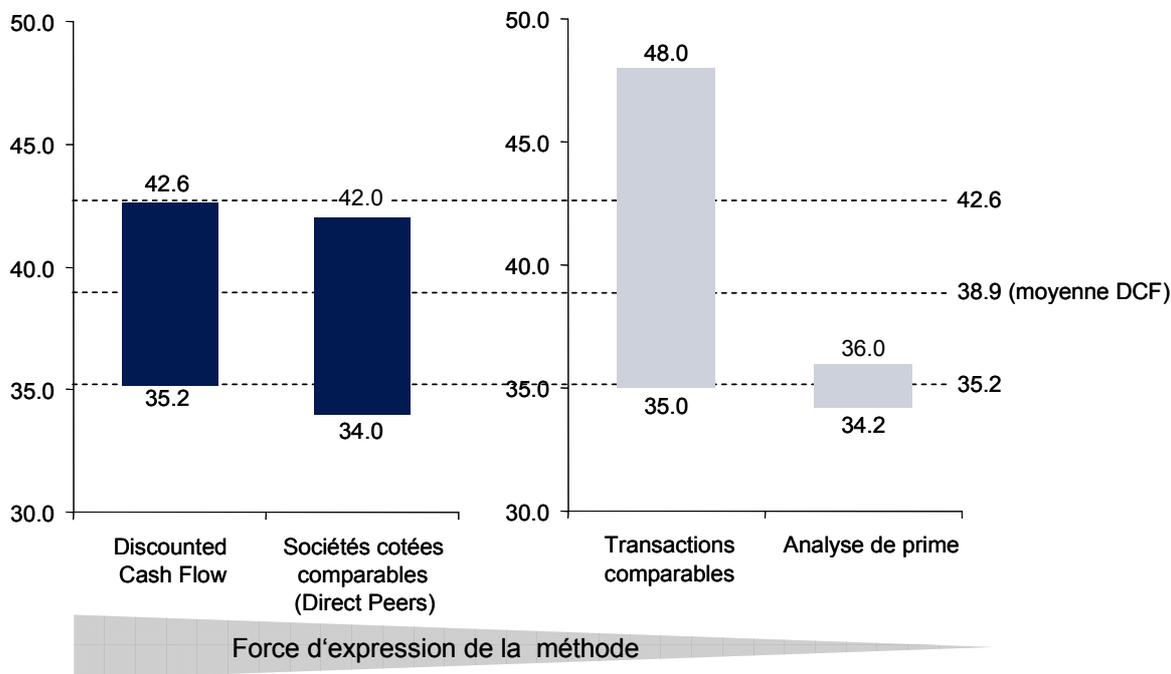
La constellation propre influence fortement le prix dans le cadre d'une OPA. Ainsi, des primes plus élevées ont été payées dans le cas de luttes pour la reprise entre différents acheteurs potentiels (p.ex. Leica ou Saia-Burgess) que lors d'offres sans concurrence (p.ex. Sarina). En outre le genre d'indemnisation joue également un rôle. Les primes sont régulièrement plus faibles si seules des actions sont offertes que lors d'offres en espèces. Sur la base des primes moyennes payées de 45.2% on obtient pour SEZ - sur la base d'un cours d'ouverture moyen de CHF 24.8 par action nominative SEZ pour les 60 jours de bourse avant l'annonce préalable de la transaction par LAM le 11 décembre 2007 - un prix de **CHF 36.0** par action nominative.

Si l'on ne prend comme référence que les transactions pour lesquelles aucune offre concurrente n'a eu lieu, on obtient pour une prime moyenne payée de 38.1% un prix de **CHF 34.2** par action nominative.

Les primes obtenues dans le marché suisse des capitaux suisses sont détaillées dans l'Appendice 4.



#### 4.8. Résumé des résultats d'évaluation



Le résultat de l'évaluation par la méthode DCF qui est en principe le plus significatif est confirmé par les résultats des méthodes complémentaires. Le résultat de l'évaluation par les transactions comparables (y compris prime de contrôle) se trouve dans le haut de la fourchette du résultat pas l'évaluation DCF ; il confirme cependant ce résultat. De par sa nature le résultat de l'évaluation au moyen de sociétés comparables est un peu plus faible (absence de prime de contrôle) tandis que le résultat de l'analyse des primes d'offres d'acquisition comparables dans le marché suisse des capitaux montre que l'OPA pour SEZ est attrayante par rapport aux derniers jour 60 jours de bourse.

Vu le fait que la méthode DCF d'une part reflète le mieux la valeur équitable de SEZ et d'autre part que Sarasin a eu accès au management et aux Businessplans de SZE nous nous basons principalement sur l'évaluation DCF, ce qui donne une fourchette d'évaluation de CHF 35.2 à CHF 42.6 par action.



## 5. Résultat de l'expertise

Sur la base des analyses d'évaluation et des réflexions faites dans la présente expertise, le prix de CHF 38 par action nominative SEZ offert par LAM se trouve dans les fourchettes d'évaluation déterminées et est ainsi financièrement équitable. Cette assertion est fondée en première ligne sur le résultat de l'analyse par la méthode Discounted Cash Flow dont la plausibilité a été confirmée par les analyses complémentaires présentées.

### Important pour les actionnaires privés

Le résultat de cette expertise ne tient pas compte des conséquences fiscales pour les actionnaires, notamment pour les actionnaires privés en Suisse. Pour autant que le Conseil d'administration le puisse, il rendra les actionnaires attentifs aux conséquences fiscales dans le cadre de son rapport aux actionnaires.

Zurich, le 28 décembre 2007

**Banque Sarasin & Cie SA**

sig. Alexander Cassani

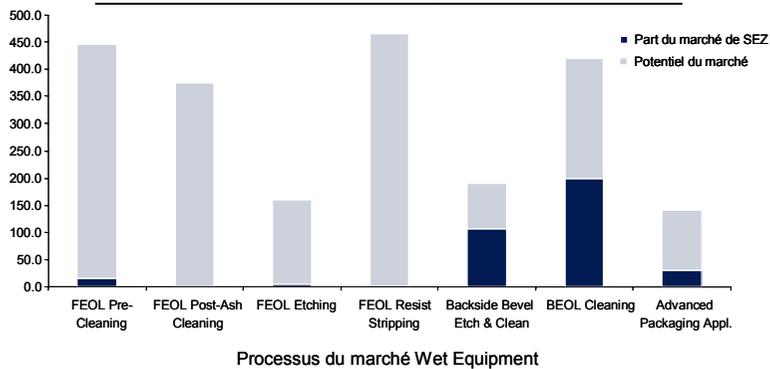
sig. Matthias Spiess



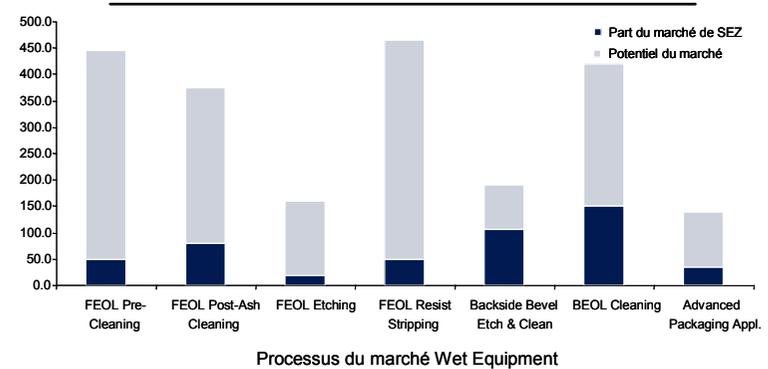
## 6. Appendices

### 6.1. Appendice 1 : Pénétration du marché (base CA 2006 / 2010)

Potentiel du marché de SEZ sur la base du chiffre d'affaires 2006 (en CHF Mio.)



Potentiel du marché de SEZ sur la base du chiffre d'affaires 2010 (en CHF Mio.)

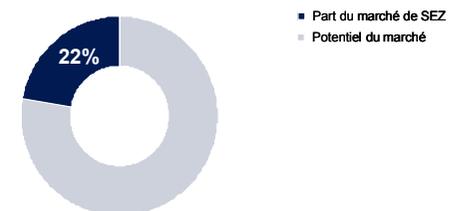


### Pénétration du marché par l'introduction d'un produit dans le domaine FEOL

Part du marché de SEZ 2006 (en % du marché Wet Equipment)



Part du marché de SEZ 2010 (en % du marché Wet Equipment)



Source: Présentation du management de SEZ

6.2. Appendice 2 : Multiples de sociétés cotées comparables

Company	Country	Currency	Market Cap  (in mio of LC)	Price to Book Ratio	Sales Multiples			EBITDA Multiples			EBIT Multiples			P/E Multiples		
					LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E
Axcelis Technologies Inc	UNITED STATES	USD	471	0.96	0.9x	1.0x	1.0x	24.2x	11.1x	5.2x	NM	18.0x	6.7x	31.6x	18.7x	8.3x
Dainippon Screen Manufacturing	JAPAN	JPY	149'845	1.07	0.5x	0.6x	0.6x	4.9x	6.6x	6.3x	5.8x	7.9x	7.3x	9.7x	19.1x	13.4x
FSI International Inc	UNITED STATES	USD	58	0.74	0.3x	0.4x	0.3x	NM	NA	NA	NM	NA	NA	NM	NM	6.3x
Mattson Technology Inc	UNITED STATES	USD	443	1.76	1.1x	1.2x	1.1x	9.2x	8.0x	6.4x	11.2x	13.1x	7.3x	17.2x	13.3x	10.3x
Semitool Inc	UNITED STATES	USD	288	1.80	1.3x	1.2x	1.0x	21.6x	10.3x	4.1x	109.2x	24.7x	9.2x	58.2x	26.4x	12.9x
SES Co Ltd	JAPAN	JPY	12'452	1.13	0.6x	0.6x	0.6x	6.3x	NA	NA	8.8x	NA	NA	5.4x	8.2x	8.3x
Tokyo Electron Ltd	JAPAN	JPY	1'172'165	2.27	1.1x	1.2x	1.3x	5.3x	6.0x	6.9x	5.9x	6.8x	7.4x	10.0x	11.5x	13.7x
Applied Materials Inc	UNITED STATES	USD	24'307	3.12	2.3x	2.6x	2.1x	8.6x	9.8x	7.2x	9.3x	11.8x	8.3x	14.2x	17.1x	13.7x
ASML Holding NV	NETHERLANDS	EUR	9'704	5.28	2.5x	2.6x	2.4x	9.6x	9.2x	8.4x	11.0x	10.4x	10.1x	15.7x	15.3x	13.9x
Kla-Tencor Corp	UNITED STATES	USD	8'785	3.12	2.7x	2.8x	2.8x	10.2x	7.7x	7.7x	12.2x	8.6x	7.9x	20.9x	16.3x	14.3x
Lam Research Corp	UNITED STATES	USD	5'342	3.24	2.1x	1.8x	1.9x	7.9x	6.4x	7.3x	8.2x	6.8x	7.7x	17.1x	9.7x	11.3x
Novellus Systems Inc	UNITED STATES	USD	3'089	1.68	1.6x	1.8x	1.7x	7.0x	8.5x	8.5x	8.5x	11.9x	11.4x	16.4x	16.9x	17.1x
<b>AVERAGE (All Comparables w/o Min &amp; Max)</b>				<b>2.02</b>	<b>1.4x</b>	<b>1.5x</b>	<b>1.4x</b>	<b>9.5x</b>	<b>8.3x</b>	<b>6.9x</b>	<b>9.4x</b>	<b>11.1x</b>	<b>8.2x</b>	<b>17.0x</b>	<b>15.3x</b>	<b>12.0x</b>
<b>AVERAGE (Direct Peers)</b>				<b>1.39</b>	<b>0.8x</b>	<b>0.9x</b>	<b>0.8x</b>	<b>11.9x</b>	<b>8.4x</b>	<b>5.8x</b>	<b>28.2x</b>	<b>14.1x</b>	<b>7.6x</b>	<b>22.0x</b>	<b>16.2x</b>	<b>10.4x</b>
<b>AVERAGE (Large Peers)</b>				<b>3.29</b>	<b>2.2x</b>	<b>2.3x</b>	<b>2.2x</b>	<b>8.6x</b>	<b>8.3x</b>	<b>7.8x</b>	<b>9.8x</b>	<b>9.9x</b>	<b>9.1x</b>	<b>16.8x</b>	<b>15.1x</b>	<b>14.1x</b>

LC: local currency  
Source: Bloomberg, Sarasin

## 6.3. Appendice 3 : Multiples de transactions semblables

Target Name	Acquirer Name	Announcement Date	Payment Type	Deal Close	Enterprise Value (in mio USD)	Transaction Multiples			
						Sales	EBITDA	EBIT	P/E
United Test and Assembly Center Ltd	Affinity Equity Partners / TPG Capital	26.06.2007	Cash (USD 1173m)	23.10.2007	1'480	2.6 x	7.4 x	14.2 x	18.1 x
Stats ChipPac Limited	Temasek Holdings Pte Ltd	01.03.2007	Cash (USD 1584m)	13.04.2007	3'166	2.0 x	7.5 x	20.5 x	30.7 x
Therma-Wave Inc	KLA-Tencor Corporation	08.01.2007	Cash (USD 75m)	25.05.2007	62	0.9 x	NA	NA	NA
Dage Holdings Limited	Nordson Corporation	17.11.2006	Cash (USD 222m)	14.12.2006	229	4.3 x	NA	36.4 x	56.1 x
Applied Films Corporation	Applied Materials Inc	04.05.2006	Cash (USD 448m)	07.07.2006	286	1.6 x	33.7 x	NA	NA
NS Electronics Bangkok (1993) Ltd	United Test and Assembly Center Ltd	21.04.2006	Cash (USD 149m)	08.06.2006	153	1.2 x	3.6 x	9.7 x	12.8 x
ADE Corporation	KLA-Tencor Corporation	23.02.2006	Cash (USD 470m)	12.10.2006	392	3.4 x	15.2 x	16.6 x	11.4 x
Helix Technology Corporation	Brooks Automation Inc	11.07.2005	Equity (USD 454m)	27.10.2005	426	2.7 x	16.8 x	20.4 x	16.5 x
August Technology Corporation	Rudolph Technologies, Inc.	28.06.2005	Cash (USD 60m),Equity (USD 133m)	15.02.2006	156	2.3 x	49.3 x	NM	NM
Mykrolis Corporation	Entegris Inc	21.03.2005	Equity (USD 579m)	06.08.2005	447	1.5 x	9.2 x	12.2 x	20.3 x
<b>AVERAGE (all transactions)</b>						<b>2.2 x</b>	<b>17.8 x</b>	<b>18.6 x</b>	<b>23.7 x</b>
<b>AVERAGE (w/o Min &amp; Max)</b>						<b>2.1 x</b>	<b>15.0 x</b>	<b>16.8 x</b>	<b>19.7 x</b>

Source: Mergermarket (figures used for multiples are the last reported prior to transaction)

## 6.4. Appendice 4 : Analyse de primes

(in mio CHF)

Target Name	Acquirer Name	Target Industry Subgroup	Announcement Date <sup>1)</sup>	Transaction Value (Equity) <sup>2)</sup>	Cash consideration in % of Trans. Value	Minimum Acceptance Level	Premium paid based on 60 days average
SIG <sup>3)</sup>	Rank Group	Machinery - General Industry	24.09.2006	2'533.22	100%	75%	55.6%
Saurer	OC Oerlikon	Machinery - General Industry	06.09.2006	1'963.98	100%	50%	50.5%
Amazys	X-Rite	Electr. Measur. Instr.	31.01.2006	365.35	72%	70%	40.2%
Sarna Kunststoff	Sika	Bldg&Construct Prod-Misc	12.09.2005	398.99	100%	67%	16.8%
Saia-Burgess <sup>3)</sup>	Gatebrook (Johnson)	Electric Products-Misc	30.06.2005	695.89	100%	50%	51.9%
Leica Geosystems <sup>3)</sup>	Hexagon AB	Electr. Measur. Instr.	13.06.2005	1'463.29	80%	50%	56.2%
Büro-Fürrier	Lyreco	Office Supplies&Forms	11.03.2005	45.70	100%	none	45.0%
<b>Average</b>							<b>45.2%</b>
<b>Average (only transactions w/o competitive bidding)</b>							<b>38.1%</b>

<sup>1)</sup> Announcement date of the first offer

<sup>2)</sup> Value paid by the successful acquirer if competing offers were launched

<sup>3)</sup> Competitive bidding

For comparability reasons, all transactions with the following target firms have not been included in the analysis:

*Absolute Europe, Acorn, Agie Charmilles, Atel, Schmolz + Bickenbach, Bank Linth, Bank Sarasin, Berna Biotech, Converium, E.E.S., Getaz Romang, Henniez, Implenia, Isotis, Leclanché, Mövenpick, Serono, Unilabs, Von Roll*

Source: Bloomberg, Swiss Takeover Board (UEK)

## 6.5. Appendice 5 : Bêtas de sociétés cotées comparables

Company	Exchange	Currency	Adjusted Beta <sup>1)</sup>	Capital Structure <sup>2)</sup>	Unlevered Beta <sup>3)</sup>	Unlevering Factor <sup>4)</sup>
Axcelis Technologies Inc	NASDAQ GM	USD	1.08	-11%	1.17	1.08
Dainippon Screen Manufacturing Co Ltd	Tokyo	JPY	1.16	9%	1.10	0.95
FSI International Inc	NASDAQ GM	USD	0.72	-39%	0.97	1.34
Mattson Technology Inc	NASDAQ GM	USD	1.42	-31%	1.78	1.26
Semitool Inc	NASDAQ GM	USD	1.28	-1%	1.29	1.01
SES Co Ltd	JASDAQ	JPY	0.85	16%	0.78	0.91
Tokyo Electron Ltd	Tokyo	JPY	0.97	-9%	1.03	1.06
Applied Materials Inc	NASDAQ GS	USD	0.98	-9%	1.04	1.07
ASML Holding NV	EN Amsterdam	EUR	1.00	-13%	1.10	1.10
Kla-Tencor Corp	NASDAQ GS	USD	1.16	-19%	1.33	1.14
Lam Research Corp	NASDAQ GS	USD	1.22	-13%	1.36	1.11
Novellus Systems Inc	NASDAQ GS	USD	0.96	-23%	1.13	1.17
<b>Average</b>			<b>1.07</b>		<b>1.17</b>	

1) Source: Bloomberg

2) Capital Structure: Net Debt / Market Cap

3) Unlevered Beta = Adjusted Beta \* Unlevering Factor

4) Unlevering Factor =  $1/(1+(1-\text{Tax Rate}) * (\text{Net Debt} / \text{Market Cap}))$

## 6.6. Appendice 6 : Liste des abréviations / Glossaire

Analyse Compac	Méthode d'évaluation basée sur une comparaison avec des transactions comparables
Analyse Compco	Méthode d'évaluation basée sur une comparaison avec des sociétés cotées comparables
BEOL	Etape du processus de fabrication après la métallisation des unités de mémoire sur le wafer
Bêta	Facteur de risque relatif aux fonds propres
CAGR	Compound Annual Growth Rate, croissance annuelle moyenne pendant un certain temps (moyenne géométrique)
Cost of Ownership	Coût du cycle de vie
DCF	Discounted Cash Flow
FCF	Free Cash Flow (avant intérêts sur capitaux étrangers); utilisé comme excédent financier dans l'évaluation DCF
EBIT	Résultat d'exploitation avant charges d'intérêts et impôts
EBITDA	Résultat d'exploitation avant charges d'intérêts, impôts et amortissements
FEOL	Etape du processus de fabrication avant la métallisation des unités de mémoire sur le wafer
Free float	Flottant
LTM	Last twelve months (résultat basé sur les données financières publiées des derniers 12 mois)
Société cible	Société, objet d'une offre de reprise par un acheteur
Technologie « Batch »	Plusieurs wafers sont plongés simultanément dans un bassin et suivent simultanément le même processus de fabrication
Technologie « single-wafer »	Processus de rotation de plaquettes individuelles : un seul wafer est traité par étape
Valeur résiduelle	Valeur de l'entreprise à la fin de la période de planification
Valeur d'entreprise brute	Valeur d'une société avant déduction des fonds étrangers portant intérêts (le cas échéant apurée de la liquidité excédentaire)
Valeur d'entreprise nette	Valeur d'une société après déduction des fonds étrangers portant intérêts ; correspond à la valeur des fonds propres
Value Driver	Paramètre d'estimation qui a une influence prépondérante sur le résultat de l'évaluation DCF



WACC	Weighted Average Cost of Capital (coût pondéré des capitaux totaux comprenant les coûts des fonds propres et étrangers)
Wet Equipment Market	Marché pour les installations de production de semi-conducteurs sur la base de la technologie du décapage