



*Edipresse SA
KPMG SA
26 mai 2011*

Edipresse SA
Fairness opinion
à l'attention du conseil d'administration de
la société Edipresse SA

Appréciation de l'équité financière de l'offre publique
d'achat de la société Lamunière SA, Epalinges, Suisse,
pour la société Edipresse SA, Lausanne, Suisse

KPMG SA
Zurich, le 26 mai 2011

Table des matières

1	Introduction	5
1.1	Contexte	5
1.2	Mandat du comité indépendant d'administrateurs d'Edipresse	5
1.3	Mode d'évaluation	6
1.4	Bases	6
2	Profil d'entreprise d'Edipresse	7
2.1	Vue d'ensemble	7
2.2	Domaine des activités opérationnelles	9
2.3	Domaine d'activité immobilier	9
2.4	Autres activités	9
2.5	Stratégie et projection financière	10
3	Considérations relatives à la valeur d'Edipresse	12
3.1	Immobilier	12
3.2	Vente de Presse Publications SR SA	13
3.3	La méthode DCF appliquée pour les activités opérationnelles	14
3.3.1	Fourchette de valeur pour les activités opérationnelles	16
3.3.2	Fourchette de valeur du capital propre d'Edipresse	16
3.4	Évaluation du marché	17
3.4.1	Évaluation du marché en référence à des entreprises cotées comparables	17
3.4.2	Évaluation du marché en référence à des transactions comparables	17
4	Analyse de l'évolution du prix de l'action et du volume des échanges	19
4.1	Réduction de fongibilité (illiquidité)	20
4.2	Stock d'actions propres	23
5	Conclusion de la fairness opinion	24
6	Annexes	26
	Annexe I : Détermination du coût moyen pondéré du capital WACC	26
	Annexe II : Analyse de sensibilité DCF	27
	Annexe III : Présentation succincte des entreprises de référence (1/3)	28
	Annexe IV : Détermination du facteur beta	31
	Annexe V : Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables	32
	Annexe VI : Multiplicateurs de transactions d'entreprise comparables	33

Table des illustrations

Illustration 1: Structure actuelle d'Edipresse	7
Illustration 2: Chiffre d'affaires d'Edipresse par domaine d'activité (2010)	8
Illustration 3: Évolution du chiffre d'affaires d'Edipresse par segment géographique (2008 à 2010)	8
Illustration 4: Évaluation du marché en référence à des entreprises cotées comparables et des transactions comparables par action nominative.....	18
Illustration 5: Évaluation du marché en référence à des entreprises cotées comparables et des transactions comparables par action au porteur	18
Illustration 6: Cours et volume des échanges des actions nominatives d'Edipresse durant les 3 dernières années	19
Illustration 7 : Cours et volume des échanges des actions au porteur d'Edipresse durant les 3 dernières années	20
Illustration 8 : Vue d'ensemble des résultats de l'évaluation par action nominative	24
Illustration 9 : Vue d'ensemble des résultats de l'évaluation par action au porteur.....	24

Table des tableaux

Tableau 1 : Hypothèses de planification	10
Tableau 2: Composition du portefeuille immobilier	12

Définitions

Offre	Offre publique d'achat de Lamunière SA émise le 31 mai 2011 pour toutes les actions au porteur et nominatives d'Edipresse SA détenues par les actionnaires
Prix offert	CHF 90 en espèces par action nominative et CHF 450 en espèces par action au porteur
Jour d'évaluation	le 30 avril 2011
Position financière nette	Comprend les liquidités déduction faite des obligations porteuses d'intérêt
Valeur de l'entreprise	Représente la valeur de l'entreprise opérationnelle

Abréviations

SA	Société anonyme
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Francs suisses
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (résultat avant intérêts et impôts)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (résultat avant intérêts, impôts, amortissements et provisions)
CP	Capital propre
EV	Enterprise Value (valeur de l'entreprise opérationnelle)
CE	Capital étranger
a.i.	aucune information
KPMG	KPMG SA, Suisse
mio.	millions
p.a.	par an (per annum)
PPSR	Presse Publications SR S.A.
SIX	SIX Swiss Exchange
cf.	se reporter à
VWAP	Volume Weighted Average Price (prix moyen pondéré en fonction du volume)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (coût moyen pondéré du capital)

1 Introduction

1.1 Contexte

Edipresse SA, Lausanne, Suisse, (« Edipresse ») exerce ses activités dans les domaines des produits de presse et de l'immobilier. Le chiffre d'affaires consolidé du groupe s'élevait en 2010 à CHF 180.2 mio.

Les actions nominatives (symbole « EDIN ») et actions au porteur (symbole « EDI ») d'Edipresse sont cotées à la SIX Swiss Exchange. Le capital-actions souscrit de la société s'élevait, à la date d'évaluation, à CHF 58'535'300, répartis entre 1'629'965 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 10 par action et 844'713 actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 50 par action. Les actions des deux catégories sont entièrement libérées et sont chacune dotées d'un droit de vote.

Le 17 mai 2011, Lamunière SA, Epalinges, Suisse, (« Lamunière ») a émis une offre publique d'achat volontaire pour toutes les actions nominatives et au porteur d'Edipresse détenues par les actionnaires, le prix offert étant de CHF 90 par action nominative et CHF 450 par action au porteur au moment de l'annonce (« prix offert »).

1.2 Mandat du comité indépendant d'administrateurs d'Edipresse

Un comité indépendant d'administrateurs d'Edipresse, composé de MM. André Kudelski et Claude Smadja, a chargé KPMG SA (« KPMG ») d'évaluer, dans une fairness opinion, l'équité financière du prix de l'offre de reprise du point de vue des actionnaires d'Edipresse.

La fairness opinion est exclusivement destinée au conseil d'administration d'Edipresse, en tant que partie de son rapport aux actionnaires relatif à l'offre de reprise. La fairness opinion peut, dans le cadre de l'offre, être publiée dans son intégralité, remise aux parties intéressées et il peut y être fait référence dans le prospectus de l'offre du 31 mai 2011. Toute utilisation à d'autres fins est prohibée.

La fairness opinion ne constitue pas une recommandation aux actionnaires d'Edipresse d'accepter ou de refuser l'offre de Lamunière. En outre, elle ne contient aucune appréciation concernant les points suivants :

- modalités de paiement et conditions de l'offre de reprise
- appréciation juridique et fiscale de la structure de la transaction
- conséquences possibles d'une acceptation ou d'un refus de l'offre pour les actionnaires
- valeur future de l'action Edipresse

Dans le cadre de la présente fairness opinion, KPMG n'a effectué ni une révision au sens du droit de la société anonyme, ni une due diligence. Lors de la préparation de la fairness opinion, KPMG n'a procédé à aucune inspection physique des bâtiments et sites du groupe.

En élaborant la présente fairness opinion, KPMG est partie de la prémisse que les informations financières et autres concernant Edipresse qu'elle utilisait étaient exactes et complètes. Elle s'est fiée à ces informations, sans assumer la responsabilité de la vérification indépendante de celles-ci. Notre responsabilité se limite à une analyse méticuleuse, dans les règles de l'art, et à une appréciation des informations mises à notre disposition.

KPMG se fonde en outre sur l'assurance écrite du conseil d'administration et la direction d'Edipresse, selon laquelle ils n'ont connaissance d'aucun fait ni d'aucune circonstance indiquant que les informations mises à disposition seraient incomplètes, incorrectes ou trompeuses.

1.3 Mode d'évaluation

Pour apprécier l'équité de l'offre, KPMG a procédé à des évaluations et analyses détaillées d'Edipresse. L'évaluation porte sur Edipresse SA et ses filiales, sur une base consolidée. Ces procédés aboutissent à la détermination d'une fourchette de valeur pour la valeur de l'entreprise opérationnelle et pour les fonds propres d'Edipresse. La fourchette de valeur par action nominative et par action au porteur d'Edipresse découlant de la fourchette de valeur des fonds propres d'Edipresse constitue le critère de référence permettant de déterminer si une offre d'achat est financièrement juste et équitable.

Les évaluations d'Edipresse se basent sur une perspective « stand-alone ». Les éventuelles incidences au niveau de l'actionnaire individuel, telles que par exemple les conséquences fiscales, ont été ignorées.

La fourchette de valeur pour Edipresse dans son ensemble, ainsi que la valeur par action nominative et par action au porteur en découlant, ont avant tout été établies sur la base de la méthode du Discounted Cash Flow (méthode « DCF »). De plus, dans le cadre de la méthode DCF, des analyses de sensibilité ont été effectuées, en faisant varier les principaux générateurs de valeur. Une analyse à l'aide de multiplicateur a en outre été effectuée afin de corroborer les résultats de l'analyse DCF.

1.4 Bases

KPMG a basé son analyse sur les éléments suivants :

- Les informations librement accessibles relatives à Edipresse qui ont été jugées pertinentes pour l'analyse. Celles-ci comprennent notamment les rapports d'activité 2008 à 2010, des articles de journaux et des communiqués de presse
- Les informations internes à Edipresse jugées pertinentes pour l'analyse (planification à moyen terme), y compris le budget 2011. Le budget d'Edipresse a été établi en novembre 2010 par la direction d'Edipresse et approuvée par le conseil d'administration le 12 décembre 2010
- Les entretiens avec la direction ainsi que des membres du conseil d'administration d'Edipresse, portant sur la situation financière et les résultats, le marché actuel et futur, ainsi que les générateurs de valeurs et les hypothèses utilisées dans les calculs de planification
- Les données boursières et des marchés financiers d'Edipresse, ainsi que d'une sélection d'entreprises cotées comparables (sources : Capital IQ, Bloomberg)
- Les informations relatives à des transactions sur des entreprises comparables (sources : Capital IQ, Mergermarket)

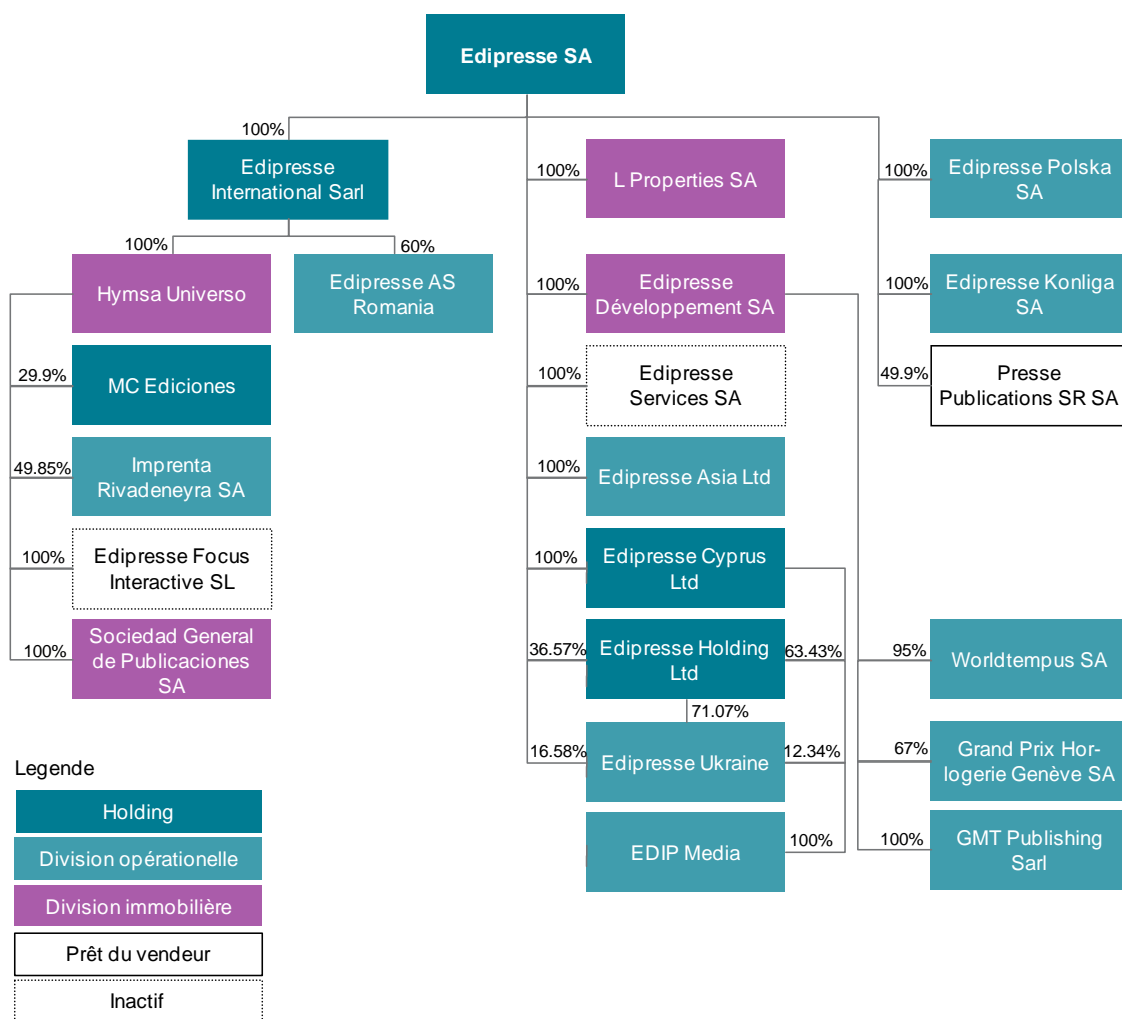
Les informations et réflexions contenues dans le présent document se réfèrent à la date de rédaction dudit document, raison pour laquelle elles sont sujettes à modification.

2 Profil d'entreprise d'Edipresse

2.1 Vue d'ensemble

Edipresse SA est une société cotée à la bourse suisse dont le siège principal est à Lausanne. Elle a été fondée en 1762. Elle est composée d'une division opérationnelle et d'une division immobilière. Suite à la vente en 2009 des activités liées aux journaux en Suisse, c.-à-d. de la société Presse Publications SR SA (« PPSR ») à Tamedia SA (« Tamedia »), Edipresse, groupe médiatique international, focalise dorénavant ses activités, sur la publication de magazines, l'exploitation de plateformes internet ainsi que dans l'immobilier. Le groupe est principalement actif en Suisse, en Europe de l'Est (Pologne, Ukraine, Roumanie et Russie) ainsi qu'en Asie (Chine, y c. Hong Kong, Macao, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïwan et Thaïlande).

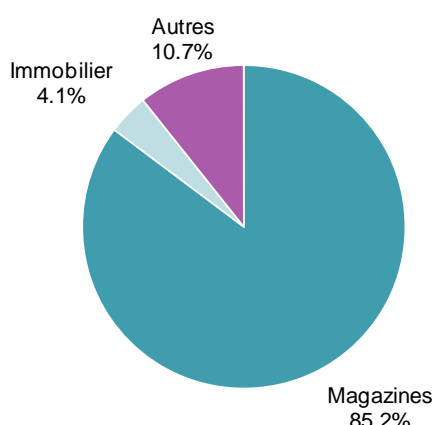
Illustration 1: Structure actuelle d'Edipresse



Source: Edipresse

Au cours de l'exercice 2010, Edipresse a réalisé avec les activités maintenues un chiffre d'affaires brut consolidé de CHF 180.2 mio. Ceci correspond à une augmentation du chiffre d'affaires de 0.9 % par rapport à l'exercice précédent. Le résultat opérationnel (EBIT) a atteint CHF 2.0 mio. Le domaine magazines (revues papier et internet) constitue en 2010 la plus grande partie du chiffre d'affaires brut, soit près de 85 %. La catégorie « autres » rassemble principalement les activités d'imprimerie en Espagne.

Illustration 2: Chiffre d'affaires d'Edipresse par domaine d'activité (2010)



Source : Edipresse

La plus grande partie du chiffre d'affaires brut entre 2008 et 2010 a été réalisée en Europe de l'Est. Alors que la partie relative du chiffre d'affaires brut en Espagne a diminué de 2008 à 2010, on observe en Suisse et en Asie un accroissement constant du chiffre d'affaires brut par rapport au chiffre d'affaires total.

Illustration 3: Évolution du chiffre d'affaires d'Edipresse par segment géographique (2008 à 2010)



Source : Edipresse SA

En mars 2009, les entreprises de la branche médias Edipresse et Tamedia ont décidé de regrouper progressivement leurs activités en Suisse. Au 1^{er} janvier 2010 Tamedia a, dans un premier temps, repris 49.9 % du capital-actions de PPSR pour CHF 207.3 mio., payés en espèces. PPSR rassemble les activités Suisse d'Edipresse liées aux journaux.

Avec l'augmentation de la participation de 0.2 % du capital-actions, Tamedia a repris dans un deuxième temps, au 1^{er} janvier 2011, le contrôle de PPSR. Le prix de vente pour cette transaction s'élevait à CHF 1.0 mio.

Dans un troisième temps (d'ici fin 2011 et contrairement à la date initialement prévue le 1^{er} janvier 2013), Tamedia reprendra les 49.9 % restants du capital-actions de PPSR. Selon les estimations de Tamedia, le prix de vente pour les 49.9 % du capital-actions en circulation de PPSR se situera entre CHF 269.8 mio. et CHF 330.2 mio., payés en espèces ainsi que 250'000 actions de Tamedia.¹

2.2 Domaine des activités opérationnelles

Dans le domaine des médias, Edipresse se focalise sur les magazines (revues papier et Internet). En 2010, un chiffre d'affaires de CHF 153.6 mio. et un EBITDA de CHF 13.6 mio. ont été réalisés, ce qui correspond à une marge EBITDA de 8.8 %. Par rapport à l'année précédente, le chiffre d'affaires a augmenté de 0.5 % et l'EBITDA de 172.0 %.

Les activités du domaine magazines se concentrent sur l'Europe de l'Est et l'Asie. En Europe de l'Est, Edipresse est active en Pologne, en Roumanie, en Ukraine et en Russie, alors qu'en Asie, l'accent est mis sur la Chine, y c. Hong Kong, Macao, la Malaisie, les Philippines, Singapour, Taïwan et la Thaïlande. Dans certains pays, la société est titulaire de licences de magazines connus dans le monde entier, notamment « Elle ». Edipresse lance également des magazines qu'elle développe par elle-même. Ce secteur d'activité est notamment influencé par la multiplicité des offres concurrentes, de sorte qu'il est nécessaire d'engager régulièrement des moyens importants dans l'introduction de nouveaux magazines. Hormis les magazines, la société prévoit d'investir à l'avenir davantage dans les activités en ligne, notamment dans l'e-commerce.

2.3 Domaine d'activité immobilier

Le deuxième pilier d'Edipresse est le secteur immobilier. En 2010, Edipresse a acquis de l'actionnaire principal, Lamunière SA, des immeubles représentant une valeur de CHF 59 mio. La valeur comptable des immeubles s'élève à CHF 135 mio. au 31 décembre 2010. Le portefeuille est principalement composé d'immeubles d'habitation et de bureaux à Lausanne, à Morges, à Genève et en Espagne. Le revenu réalisé dans le domaine immobilier a augmenté en 2010 en raison des nouvelles acquisitions immobilières, passant de CHF 3.1 mio. à CHF 7.3 mio. par rapport à 2009, alors que, durant la même période, l'EBITDA a pu être augmenté de CHF 1.3 mio. à CHF 4.5 mio.

2.4 Autres activités

La catégorie « autres activités » regroupe les activités d'imprimerie en Espagne. En 2010, les revenus se sont érodés de CHF 3.4 mio. par rapport à 2009, passant à CHF 19.2. La crise économique en Espagne, des surcapacités dans un marché diminuant et l'absence des investissements dans des machines plus efficaces causait l'érosion des revenus. L'EBITDA corrigé a diminué de CHF 1.3 mio. à CHF 0.8 mio. par rapport à l'exercice précédent.

¹ Cf. partie 3.2 pour les détails

2.5 Stratégie et projection financière

L'évaluation des activités opérationnelles d'Edipresse a été effectuée sur la base du budget établi par la direction pour l'année 2011. Le budget, ainsi que les hypothèses arrêtées ont été discutées avec la direction d'Edipresse et leur plausibilité a été contrôlée. Sur la base du budget 2011, KPMG a effectué une projection jusqu'en 2015, qui a été discutée avec la direction. Cette dernière a confirmé la planification élaborée par KPMG.

Les principales hypothèses de la période de planification détaillée de 2011 à 2015 sont présentées succinctement ci-dessous, en comparaison avec l'évolution historique :

Tableau 1 : Hypothèses de planification

Chiffre d'affaires historique et développement des marges						
CHF mio.	2008	2009	2010	Moyen arithmétique 2008-2010	Moyen arithmétique 2011-2014	Moyen arithmétique 2014-2015
Chiffres d'affaires						
Magazines	270.8	152.9	153.6	-24.7%	1.7%	1.4%
Imprimerie Rivadeneyra	27.8	22.6	19.2	-16.8%	0.0	n/a
Immobilier et autres ¹	2.7	3.1	7.3	64.9%	n/a	n/a
Total	301.3	178.6	180.2	-22.7%	n/a	n/a
EBITDA²						
Magazines	17.7	5.0	13.6	-12.4%	n/a	26.7%
Marge	6.5%	3.3%	8.8%			
Imprimerie Rivadeneyra	2.5	1.3	0.8	-42.6%	0.0%	-100.0%
Marge	9.0%	5.6%	4.3%			
Immobilier ¹	n/a	1.3	4.5	n/a	n/a	n/a
Marge		43.0%	60.8%			
Total	20.2	7.6	18.9	-3.4%	n/a	13.0%
Marge	6.7%	4.3%	10.5%			
EBIT²	7.9	2.0	11.6	21.2%	n/a	18.0%
EBIT marge	2.6%	1.1%	6.4%			
Investissement (CAPEX)³	20.8	7.6	1.8			
Investissement en % des ventes	6.9%	4.2%	1.0%	4.0%	1.3%	1.6%

¹ Le portefeuille immobilier est évalué séparément

² EBITDA, EBIT après d'adjustment pour les charges non allouées (par exemple)

³ Incl. Investissement immobilisations incorporelles: CHF 5.4 mio. (2008) resp. CHF 6.6 mio. (2009) resp. CHF 0.5 mio. (2010)

Source : Rapport annuel, informations du management, KPMG analyse

Stratégie

Edipresse a l'intention de se concentrer sur le domaine des magazines en Europe de l'Est et en Asie, d'investir dans des activités sur Internet et de poursuivre le développement des activités immobilières. Les fonds qui seront obtenus lors de la vente des 49.9% du capital-actions de PPSR seront notamment affectés aux activités citées. À l'avenir, la croissance sera réalisée tant par le lancement de nouveaux sites web que par l'achat de sites existants.

Évolution du chiffre d'affaires

Sur la base du budget actuel, la direction table pour 2011 sur une légère hausse des recettes par rapport au niveau de l'année précédente, à CHF 187 mio. (+ 3.8 %). L'augmentation prévue du chiffre d'affaires est avant tout attendue en Asie, alors que l'on prévoit un chiffre d'affaires en légère baisse en Europe de l'Est.

Par rapport aux taux de change utilisés lors de la planification de novembre 2010, une forte hausse du franc suisse est intervenue, avec pour effet que les chiffres d'affaires en francs suisses prévus pour l'Europe de l'Est seront considérablement inférieurs. L'effet correspondant a été pris en compte dans le budget adapté 2011.

Pour la période de 2011 à 2015, la force accrue du franc suisse a été prise en compte. Considérant le niveau inférieur du chiffre d'affaires en 2011 dû aux taux de change, il y a en principe lieu de s'attendre jusqu'à 2014 à une augmentation modérée du chiffre d'affaires. La direction part du principe que les activités d'imprimerie en Espagne cesseront en 2014. Il n'est plus prévu de recettes dans ce domaine en 2015, ce qui explique le recul du chiffre d'affaires.

Évolution de la marge

Alors qu'une perte opérationnelle est attendue pour 2011, la projection pour 2011 à 2015 prévoit un redressement significatif de la marge EBITDA. Pour les années 2011 à 2015, la direction table sur une augmentation de la marge EBITDA de -6.7 % à 8.3 %. Par rapport à la marge EBITDA moyenne entre 2008 et 2010, soit 6.2 %, ceci correspond à une augmentation de 2.1 points. L'accroissement de la marge devrait être réalisé à travers une augmentation des marges dans les différentes régions, ainsi qu'une réduction des coûts centraux.

Investissements

Les investissements concernent essentiellement le lancement de nouveaux magazines. Il n'existe aucun besoin d'investissement significatif dans le domaine des actifs immobilisés.

3 Considérations relatives à la valeur d'Edipresse

L'équité financière de l'offre de reprise pour Edipresse a été avant tout déterminée sur la base de la méthode DCF. Par ailleurs, une analyse des entreprises comparables cotées en bourse ainsi qu'une analyse de transactions comparables ont été réalisées afin de corroborer les résultats.

3.1 Immobilier

Le portefeuille immobilier d'Edipresse SA est constitué de 14 immeubles, pour la plupart situés en Suisse, qui représentent ensemble une valeur vénale de près de CHF 150 mio. L'un de ces biens immobiliers est un immeuble en développement, pour lequel l'achèvement des travaux est prévu en 2012. La parcelle à Bussigny est en zone industrielle mais actuellement utilisée à des fins agricoles.

Tableau 2: Composition du portefeuille immobilier

	<i>Adresse</i>	
<i>Immeubles en Suisse</i>	Parking les Rois	1204 Genève
	Rue des Rois 11	1204 Genève
	Avenue de la Rasude 3/5	1001 Lausanne
	Avenue de Rosemont	1001 Lausanne
	Avenue de la Gare 33	1001 Lausanne
	Rue de Liseron 3	1006 Lausanne
	Avenue Auguste Tissot 4	1006 Lausanne
	Rue du Rhône 12	1860 Aigle
	Grand-Rue 1	1110 Morges
<i>Immeubles en Espagne</i>	Aribau	Barcelone
	SGP	Barcelone
	Diputacion	Barcelone
<i>Immeubles en développement</i>	Avenue Auguste Tissot 4	1006 Lausanne
	Terrain	Bussigny

Source : Edipresse

L'évaluation du portefeuille immobilier d'Edipresse SA est notamment basée sur des expertises d'évaluation de Wüest & Partner, du Credit Suisse ainsi que sur des contrats de bail de différents immeubles. La méthode d'évaluation principale appliquée est la méthode DCF. KPMG a soumis les évaluations des immeubles à un examen critique et aboutit à la conclusion que les hypothèses arrêtées ainsi que la valeur vénale calculée sont à l'heure actuelle adéquates.

Il n'existe aucune expertise d'évaluation pour les immeubles en Espagne, Aribau, SGP et Diputacion. KPMG a donc procédé à une estimation séparée, dans le cadre de laquelle elle a fixé une fourchette de valeur pour la valeur vénale.

Eu égard aux faits et chiffres mis à notre disposition, nous considérons l'évaluation effectuée par Wüest & Partner et le Credit Suisse du portefeuille immobilier à CHF 135 mio. après la déduction des impôts latents comme étant adéquate.

3.2 Vente de Presse Publications SR SA

En mars 2009, les entreprises de la branche médias Edipresse et Tamedia ont décidé de regrouper progressivement leurs activités en Suisse. Au 1^{er} janvier 2010, Tamedia a dans un premier temps repris 49.9% du capital-actions de Presse Publications SR S.A (PPSR), pour CHF 207.3 mio., payés en espèces. Dans un deuxième temps, Tamedia a pris le contrôle de PPSR, augmentant sa participation de 0.2 %. Ces deux premières étapes étant déjà achevées au jour de l'évaluation, elles n'ont aucune incidence sur la valeur de l'entreprise.

Le paiement de la dernière tranche doit toutefois encore être exécuté, de sorte qu'il y a lieu d'inclure celle-ci à l'évaluation de l'entreprise. KPMG considère le montant dû comme un prêt du vendeur. La valeur du prêt du vendeur est constituée de trois composantes.

- Le premier paiement à hauteur de CHF 200.4 mio. doit être acquitté au 1^{er} novembre 2011, en espèces. Des intérêts seront dus en cas de retard de paiement.
- La deuxième composante sera exigible le 1^{er} mars 2013 et comprend un paiement en espèces convenu contractuellement à hauteur de près de CHF 70.3 mio., plus deux paiements variables pour le 1^{er} mars 2013. Des intérêts seront dus en cas de retard de paiement.
 - Le premier paiement variable est une clause earn-out, liée à la réalisation d'objectifs déterminés du business-plan. Le montant se situe entre CHF 0 et 59.5 mio. La direction s'attend à un paiement earn-out à hauteur de CHF 29.7 mio. environ au jour de l'évaluation.
 - Le deuxième paiement variable est basé sur la distribution de dividendes par Tamedia pour l'exercice 2012. La distribution est attendue au cours du deuxième trimestre 2013, après le paiement par transfert des 250'000 actions Tamedia à Edipresse. 50 % de tous les dividendes qui seront versés par Tamedia durant l'exercice 2012 doivent être déduits du paiement de la deuxième composante.
- La troisième composante est le transfert de 250'000 actions Tamedia au 1^{er} mars 2013.

KPMG évalue le prêt du vendeur comme suit :

- Le premier paiement a été escompté d'un intérêt à hauteur du Libor sur 6 mois plus 50 points de base.
- Pour la deuxième composante, un taux d'escompte correspondant au « 2-year constant maturity cash curve in CHF » plus 100 points de base a été appliqué (source : Bloomberg). Du montant Earn-Out, soit CHF 29.7 mio., près de CHF 0.6 mio. sont déduits en raison du paiement de dividendes attendu pour l'exercice 2012 (source : CapitalIQ).
- Les 250'000 actions Tamedia sont évaluées sur la base du cours de l'action au jour de l'évaluation (CHF 142), déduction faite des versements de dividendes attendus, escomptés, pour les années 2010 et 2011 (source : CapitalIQ). Il en résulte une valeur de CHF 33.5 mio.

En tenant compte de ces trois composantes, on obtient pour la part de 49.9 % de PPSR une valeur totale de CHF 329.4 mio.

3.3 La méthode DCF appliquée pour les activités opérationnelles

La valeur d'une entreprise correspond aux flux nets attendus des investisseurs (investisseurs propres et étrangers). En l'espèce, la valeur du capital propre a été déterminée sur la base de la méthode DCF internationalement reconnue.

Une application possible de la méthode DCF est l'actualisation des cash flows libres futurs en utilisant le taux WACC. Dans le cadre de l'utilisation du WACC, on estime tout d'abord la valeur marchande de l'entreprise dans son ensemble, en escomptant les cash-flows libres futurs (free cash flows) que l'entreprise peut générer du coût moyen pondéré du capital (weighted average cost of capital, « WACC ») au jour de l'évaluation (« valeur DCF »). Les cash-flows libres futurs sont tous les excédents financiers à disposition de tous les investisseurs (propres et étrangers) de l'entreprise. Après déduction de la valeur marchande du capital étranger (position financière nette), on obtient la valeur marchande du capital propre.

Les cash-flows libres se calculent comme suit :

$$\begin{aligned} &= \text{EBIT} \\ &- \text{impôts ajustés} \\ &+ \text{amortissements} \\ &- / + \text{investissements/désinvestissements dans les actifs immobilisés} \\ &- / + \text{investissements/désinvestissements dans les actifs circulants nets} \\ &+ / - \text{augmentation/réduction des provisions} \\ &+ / - \text{augmentation/réduction des autres actifs et passifs} \\ &= \text{free cash flows (cash-flows libres)} \end{aligned}$$

L'EBIT pris en compte dans l'évaluation est ainsi grevé des impôts sur les bénéfices qu'une entreprise devrait payer si elle ne se finançait que par des capitaux propres.

La valeur de l'entreprise opérationnelle correspond à la somme des cash-flows libres futurs escomptés de la phase de planification explicite et de la valeur finale. La prise en compte de la valeur finale repose sur l'hypothèse du maintien de l'exploitation commerciale et de la capitalisation des cash-flows libres perpétuels durables avec le WACC, en tenant compte d'un taux de croissance projeté à long terme.

Dans la valeur finale, les cash-flows libres ont été projetés à l'infini avec le WACC, en prenant en compte un taux de croissance durable de 1.4% par an conformément au modèle de croissance de Gordon. Les cash-flows libres durables pour le calcul de la valeur finale ont entre autres été déterminés sur la base du chiffre d'affaires de la dernière année pronostiquée (2015) ainsi que sur la base d'un taux de croissance à long terme de 1.4 %. Le calcul a en outre été basé sur une marge EBITDA durable de 8.0 %.

Le WACC, avec lequel les cash-flows libres sont escomptés, est basé sur les coûts des capitaux propres et étrangers après impôts ainsi que sur la structure de financement projetée. Pour Edipresse, un WACC de 9.5% a été déterminé au jour d'évaluation, lequel se base sur un coût des capitaux propres estimé à 10.8% et un coût des capitaux étrangers après impôts de 4.4%.

Les différents paramètres utilisés pour le calcul du WACC sont présentés et expliqués ci-après. (Le calcul du WACC est en outre décrit à l'annexe I) :

Taux d'intérêt hors risque

Le taux d'intérêt hors risque représente un investissement alternatif sans risque et adéquat quant aux délais pour investir dans l'entreprise à évaluer. Pour déterminer le taux d'intérêt hors risque, on peut suivre la courbe de la structure des taux d'intérêt pour les obligations d'État. Pour l'estimation du taux d'intérêt hors risque, il est possible d'utiliser comme données de référence les données publiées des structures de taux d'intérêt de la banque centrale concernée, desquelles on peut déduire une courbe de structure des taux d'intérêt, basée sur ces données empiriques, pour la zone monétaire concernée.

La planification à moyen terme d'Edipresse a été réalisée sur la base des devises locales puis a été converti en francs suisses en appliquant des « forward rates ». Pour calculer le taux d'intérêt hors risques, nous avons eu recours aux données des structures de taux d'intérêt de la Banque nationale suisse. Sur cette base, on obtient un taux d'intérêt de 2.4% au jour de l'évaluation.

Prime de risque du marché

Pour calculer le WACC, nous utilisons une prime de risque du marché de 5.0%. La prime de risque du marché se base sur différentes enquêtes nationales et internationales étudiant sur plusieurs décennies les différences entre les rendements moyens des marchés des titres développés et le rendement moyen de l'obligation d'Etat du pays concerné.²

Prime de risque liée au pays

Certains risques spécifiques à certains pays, tels que des risques politiques, juridiques, de régulation ou des risques fiscaux sont pris en compte par l'ajout d'une prime pour le risque du pays. On part ici de l'hypothèse que le risque de défaillance inhérent à une obligation d'État reflète le risque d'investissement du pays. Les différences de rendement entre les obligations d'État des différents pays dans lesquels Edipresse exerce la majeure partie de ses activités sont ainsi comparées à une obligation d'État EUR de durée similaire. À partir des primes de risque pour les différents pays dans lesquels Edipresse concentre ses activités, on obtient sur la base des différents chiffres d'affaires pronostiqués pour l'exercice 2011 une prime de risque pondérée liée au pays de 1.6%. Celle-ci a été prise en compte dans le calcul des coûts du capital étranger (après impôts).

Beta

Le facteur beta non endetté (unlevered) est déterminé sur la base de celui d'entreprises cotées comparables ainsi que de valeurs de référence industrielles. Le facteur beta unlevered établi pour le domaine d'activité opérationnel d'Edipresse est 0.85. Des informations relatives au facteur beta des entreprises comparables identifiées sont présentées à l'annexe IV. Le beta endetté, soit 0.97 (re-levered)³, a été déterminé à l'aide de la structure du capital des entreprises comparables et dérivé du beta unlevered

² Cf. p.ex. Pictet & Cie. (2011) : « La Performance des actions et obligations en Suisse (1926-2010) »

³ Source : CapitalIQ

Prime pour les entreprises à faible capitalisation

Dans le calcul du coût des capitaux propres, il est tenu compte du fait qu'une société plus faiblement capitalisée présente un risque plus important et doit donc satisfaire à des attentes de rendement plus élevées. Cette circonstance a été prise en compte avec une prime de 2.0% au niveau des coûts des capitaux propres⁴.

Structure du capital

La structure moyenne du capital à long terme avec une quote-part de fonds étrangers de 20.0% a été déterminée sur la base des relations de financement des entreprises comparables identifiées.

Coût des capitaux étrangers

Conformément aux analyses des notations financières ainsi que du « taux de couverture de l'intérêt » d'entreprises comparables et des informations données par la direction, on peut estimer pour Edipresse un coût de capitaux étrangers (avant impôts) à hauteur de 5.9% environ, ce qui correspond à une majoration de 3.5% par rapport au taux d'intérêt hors risques appliqué.

Taux d'imposition

Suite aux entretiens avec la direction, nous avons appliqué un taux d'imposition moyen de 25%.

Analyses de sensibilité

Afin de corroborer les résultats des fourchettes de valeurs obtenus par la méthode DCF, KPMG a procédé à différents tests de sensibilité, en faisant varier certains générateurs de valeur. Dans ce cadre, les générateurs de valeur suivants ont été modulés :

- WACC
- Taux de croissance durable dans la valeur finale

Les résultats de l'analyse de sensibilité sont présentés à l'annexe II.

3.3.1 Fourchette de valeur pour les activités opérationnelles

Sur la base de l'évaluation DCF et des analyses de sensibilité aboutit une fourchette du domaine opérationnel de CHF 59 mio. à CHF 86 mio.

3.3.2 Fourchette de valeur du capital propre d'Edipresse

L'addition du domaine opérationnel (CHF 59 mio. à CHF 86 mio.), des actifs non-opérationnelle (CHF 24.5 mio.), du domaine immobilier (CHF 134.9 mio.) et du paiement PPSR (CHF 329.4 mio.), déduction faite de la position financière nette, soit CHF 13.8 mio. aboutit à une valeur de capital propre située dans une fourchette de CHF 534 mio. à CHF 561 mio. soit CHF 505 à CHF 531 par action au porteur et CHF 101 à CHF 106 par action nominative.

⁴ En référence à l'étude Morningstar/Ibbotson (2011): « 2011 Classic Yearbook – Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation »

3.4 Évaluation du marché

Dans le cadre de l'évaluation de marché, la valeur de l'entreprise est estimée sur la base de la capitalisation boursière d'entreprises comparables cotées en bourse ou sur la base des prix payés dans des transactions pour des entreprises comparables.

3.4.1 Évaluation du marché en référence à des entreprises cotées comparables

Dans l'évaluation du marché fondée sur l'observation d'entreprises cotées comparables, la valeur marchande de l'entreprise cotée, basée sur la valeur marchande du capital propre est mise en relation avec la position financière nette actuelle à différents ratios financiers. Les multiplicateurs en résultant sont appliqués aux ratios financiers correspondant d'Edipresse afin d'estimer la valeur marchande hypothétique.

Les entreprises de références choisies sont des entreprises internationales du domaine des publications, cotées en bourse. Outre l'appartenance à la branche, les critères de sélection des entreprises de référence comprenaient également la mise à disposition d'évaluations d'experts. Les entreprises comparables ainsi que les multiplicateurs sont présentés aux annexes III et V.

Le multiplicateur du chiffre d'affaires a été jugé inadéquat pour l'évaluation d'Edipresse, parce que les marges d'Edipresse ne correspondent en majeure partie pas aux marges des entreprises de référence, de sorte que l'évaluation à l'aide de multiplicateurs de chiffre d'affaires aurait abouti à des résultats non pertinents.

Pour l'évaluation d'Edipresse, la médiane et la moyenne arithmétique des multiplicateurs EBITDA ont été appliquées aux ratios financiers correspondants d'Edipresse.

L'addition du domaine opérationnel (sur la base des multiplicateurs EBITDA d'entreprises comparables cotées en bourse), du domaine immobilier et du paiement PPSR, déduction faite de la position financière nette à hauteur de CHF 13.8 mio. aboutit à une valeur du capital propre comprise dans une fourchette de CHF 520 mio. à CHF 527 mio.

Cette fourchette de valeur est inférieure à la fourchette de valeur déterminée en appliquant la méthode DCF. Ceci s'explique notamment par le fait que cette méthode d'évaluation ne tient pas compte des primes de contrôle ou de transaction qu'un acheteur-type est prêt à payer lorsqu'il acquiert une majorité d'actions lui assurant le contrôle de l'entreprise.

3.4.2 Évaluation du marché en référence à des transactions comparables

En complément à l'analyse d'évaluation au moyen de multiplicateurs d'entreprises cotées comparables, nous avons procédé à une analyse des transactions d'entreprise comparables dans le domaine des publications.

Dans l'évaluation du marché sur la base de transactions comparables, il y a lieu de tenir compte du fait que les multiplicateurs de transactions peuvent être biaisés par des caractéristiques spécifiques aux transactions. La pertinence des multiplicateurs de transactions peut par conséquent être limitée.

Les principaux critères de sélection pour l'identification de transactions comparables comprennent les points suivants :

- L'entreprise visée est active dans la même industrie qu'Edipresse
- La transaction a été exécutée dans la période comprise entre 2008 et le jour d'évaluation

- Le prix de la transaction et les ratios financiers essentiels de l'entreprise visée sont connus au moment de la transaction

Les détails des transactions ainsi que les multiplicateurs sont présentés à l'annexe VI.

L'addition du domaine opérationnel (sur la base des multiplicateurs EBITDA de transactions comparables), du domaine immobilier et du paiement PPSR, déduction faite de la position financière nette à hauteur de CHF 13.8 mio. aboutit à une valeur du capital propre comprise dans une fourchette de CHF 520 mio. à CHF 524 mio.

L'illustration suivant résume les résultats de l'évaluation du marché.

Illustration 4: Évaluation du marché en référence à des entreprises cotées comparables et des transactions comparables par action nominative

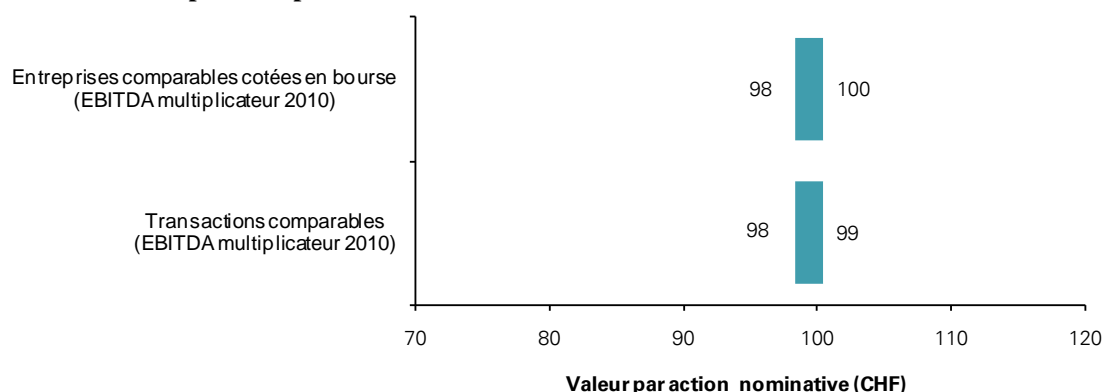
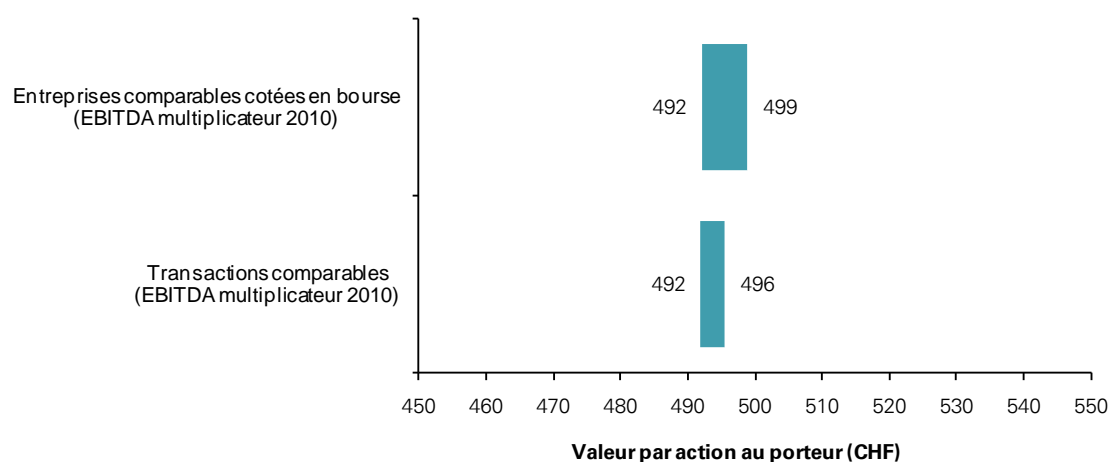


Illustration 5: Évaluation du marché en référence à des entreprises cotées comparables et des transactions comparables par action au porteur

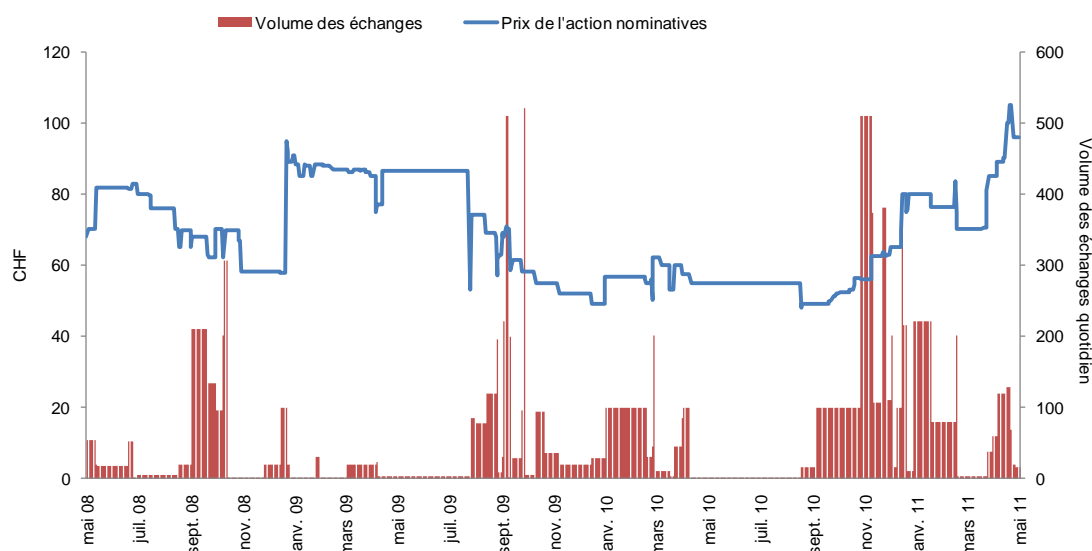


4 Analyse de l'évolution du prix de l'action et du volume des échanges

Les cours de clôture moyens (VWAP) de l'action nominative et de l'action au porteur d'Edipresse sur les 60 derniers jours de bourse avant l'annonce préalable d'une offre publique sont, respectivement, CHF 88.15 et CHF 467.24.

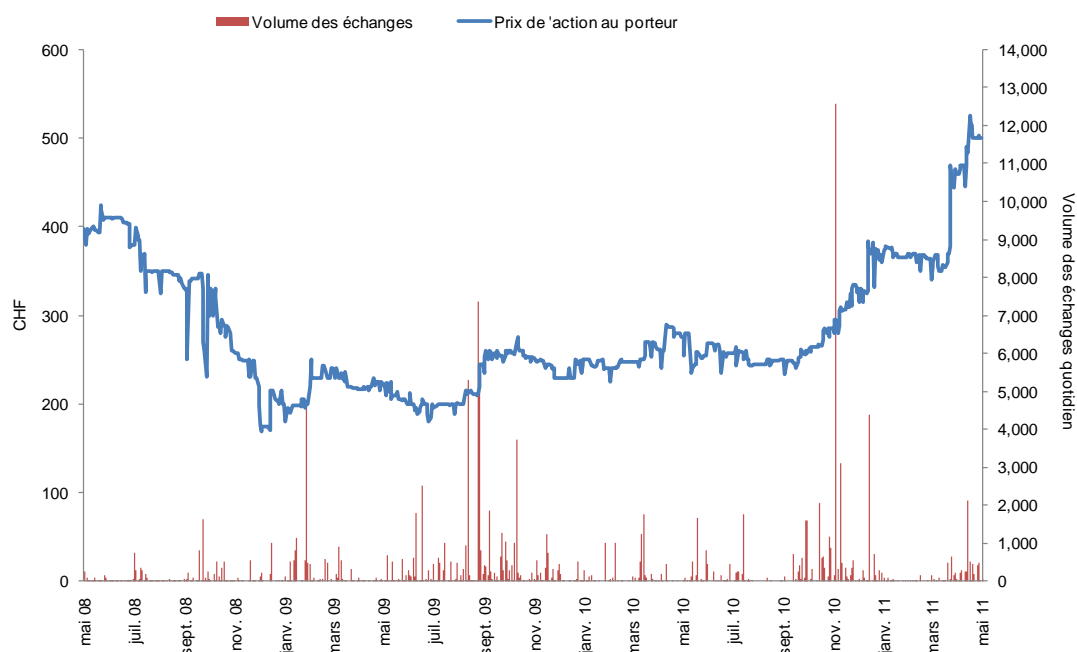
Les illustrations ci-dessous présentent l'évolution du cours de l'action ainsi que du volume quotidien des échanges sur les actions nominatives et les actions au porteur d'Edipresse au cours des trois ans précédant le jour d'évaluation.

Illustration 6: Cours et volume des échanges des actions nominatives d'Edipresse durant les 3 dernières années



Source : Bloomberg

Illustration 7 : Cours et volume des échanges des actions au porteur d'Edipresse durant les 3 dernières années



Source : Bloomberg

Les transactions boursières sur les actions d'Edipresse sont irrégulières. Selon les critères de la commission des OPA (COPA), les titres ne sont pas considérés comme liquides.⁵ La pertinence de l'analyse du prix de l'action et du volume des échanges est donc jugée limitée.

4.1 Réduction de fongibilité (illiquidité)

Les investisseurs tiennent généralement compte du degré de liquidité d'un investissement dans leur évaluation. Un investisseur paiera moins pour un investissement non liquide que pour bien par ailleurs identique mais facile à revendre. Pour évaluer un investissement non liquide, l'approche ordinaire consiste à procéder comme si l'investissement était liquide puis à appliquer une réduction pour défaut de liquidité. La réduction pour défaut de liquidité est appelée réduction de fongibilité ou bien «discount for lack of marketability» («DLOM»).

⁵ Cf. Circulaire COPA n°2

⁶ Source générales: Shannon P. Pratt: "Business Valuation – Discounts and Premiums"; Valuation Advisors, LLC; Bajaj, Mukesh/Denis, David D./Ferris, Stephen P./Sarin, Atulya: "Firma Value and Marketability Discounts", Journal of corporate law (2001), pages 89 -115; Loderer, Claudio/Jörg, Petra/Pichler, Karl/Roth, Lukas/Zraggen, Pius: "Handbuch der Bewertung", 3.Auflage, Verlag Neue Zürcher Zeitung; Damodaran, Aswath: "Marketability and Value: "Measuring the Illiquidity Discount", working paper, Stern School of Business, New York, July 2005; Emroy, John D.: "The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Common Stock, November 1995 through April 1997", Business Valuation Review, September 1997, pages 123-131; Dodel, Kerstin: "Abschläge auf

Les analyses empiriques relatives à la DLOM se basent sur des études relatives aux actions à négociabilité réduite (restricted stock), des études pré-IPO et d'autres analyses. Suite à des modifications des règles applicables aux actions à négociabilité réduite aux USA, la DLOM observable a chuté de 30 % à 35 % avant 1990 à 10 % à 15 % après 1997. Les études pré-IPO présentent des résultats similaires, avec une DLOM en moyenne généralement située autour de 45 % à 50 %. Différentes études, qui comparent les prix d'acquisition de sociétés en mains publiques ou privées, aboutissent à une DLOM entre 20 % et plus de 50 %. Selon les études analysant le montant des dividendes versés en tant que critère de mesure d'une réduction pour défaut de liquidité, la réduction moyenne pour le groupe aux dividendes les plus élevés était de 20 %, alors qu'elle atteignait 40 % pour les sociétés sans versements de dividendes.⁷

Le large spectre de données empiriques montre que pour chiffrer la réduction on doit tenir compte des données empiriques et de l'applicabilité de la réduction au cas particulier. Les facteurs suivants ont une influence particulière sur le montant de la DLOM : montant des dividendes versés, liquidité future du titre (durée de détention probable du titre), facteurs de risque (ayant une incidence sur le rendement attendu par l'investisseur) et les perspectives de croissance (prix de vente possible, respectivement la valeur résiduelle). Tant les études sur les actions à négociabilité réduite que les études pré-IPO peuvent servir de point de départ pour une DLOM, laquelle peut ensuite être abaissée ou relevée sur la base des facteurs considérés comme pertinents.

Une indication de la réduction de valeur de principe pour Edipresse peut être dérivée de la différence entre le prix de l'offre et les prix demandés pour les titres et le fait que les titres ne sont pas considérés comme liquides selon les critères de la commission des OPA (COPA). Bien que les deux catégories d'actions d'Edipresse soient cotées au SIX, une différence considérable apparaît entre le cours auquel un vendeur offre ses actions dans les années passées et le prix d'achat offert par les acheteurs potentiels. Cette absence de négociabilité signifie qu'un titre ne peut pas être vendu immédiatement au prix attendu.⁸

Unternehmenswerte nicht börsennotierter Gesellschaften – Nachweis und Implikation bei der Bewertung deutscher Privatunternehmen", BewertungsPraktiker Nr. 1/2008

⁷ Etudes empiriques: Silber, William L.: "Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices", Financial Analysts Journal, July-August 1991, pages 60-64; Hall, Lance S./Polacek, Timothy C.: "Strategies for Obtaining the Largest Valuation Discounts", Estate Planning, January/February 1994, pages 38-44; Oliver, Robert/Meyers, Roy: "Discounts Seen in Private Placements of Restricted Stock: The Management Planning, Inc., Long-Term Study (1980-1996)" (Chapter 5) in Reilly, Robert F./Schweih, Robert P./eds, The Handbook of Advanced Business Valuation, (New York: McGraw-Hill, 2000); Emroy, John D.: "The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Common Stock, November 1995 through April 1997", Business Valuation Review, September 1997, pages 123-131; Pearson, Brian K.: "1999 Discount for Lack of Marketability Study", Valuation Advisors LLC, <http://valuationpros.com/ipo.html>; FMV Opinions, Inc.: "Determining Lack of Marketability Discounts", 2003; Hall, Lance S.: "Is There a 'Best' Lack of Marketability Discount Model?", <http://www.bvmarketdata.com/pdf/IsThereaBestDiscountModel.pdf>; Stephenson, Tara: "Stock Price Discounts for Lack of Marketability: OTC Market Empirical Results 2005-2008", Business Valuation Review, Spring 2010, pages 12-17

⁸ Loderer, Claudio/Jörg, Petra/Pichler, Karl/Roth, Lukas/Zraggen, Pius: "Handbuch der Bewertung", 3.Auflage, Verlag Neue Zürcher Zeitung, page 1018

Les facteurs mentionnés en haut décisifs pour la détermination du montant de la réduction en ce qui concerne Edipresse sont évalués ci-dessous.

- Ces dernières années, Edipresse a constamment versé des dividendes à hauteur de 11 % de la valeur nominale de l'action. La politique de dividendes donne à l'actionnaire un afflux monétaire constant qui indique par conséquent une DLOM plutôt basse.
- Lamunière détient près de 78 % du capital-actions et près de 89 % des droits de vote d'Edipresse. Cette dernière détient par ailleurs encore des actions propres, ce qui restreint davantage la liquidité des titres. Ces faits permettent de conclure à une DLOM plus forte.
- Le domaine de l'immobilier et l'exécution de la transaction PPSR n'impliquent aucun risque inusuel. Dans le domaine opérationnel, on est dépendant des opportunités et risques de grands marchés tels que la Chine et l'Europe de l'Est. Les facteurs se balancent et n'ont pas d'influence spécifique sur la DLOM
- Alors que, dans la situation actuelle, le domaine de l'immobilier ne permet pas de s'attendre à une croissance extraordinaire, les fonds issus de la vente PPSR pourraient à l'avenir être investis dans de nouvelles activités dans le domaine magazine et e-commerce, avec les possibilités de croissance mais aussi les risques que cela implique. Les hypothèses arrêtées dans la planification à moyen terme permettent de conclure à une croissance plutôt modérée. Dans l'ensemble, les différents facteurs de croissance d'Edipresse ne permettent pas de conclure à une DLOM spécifique.

Put option

Pour calculer la DLOM, nous avons en outre utilisé un modèle put options. Le détenteur d'une action négociée en bourse peut acquérir une put option afin de se prémunir contre un cours à la baisse. Le prix de l'option payé par un investisseur reflète les coûts de liquidité d'un titre.⁹

Pour Edipresse, des put options de différentes durées (6 mois et 12 mois) ont été calculées. Le calcul se base sur le modèle d'option de Black-Scholes et sur des paramètres (comme par exemple la volatilité) qui sont dérivés d'entreprises de référence. Il en résulte une fourchette de réduction de fongibilité de 10 % à 15 %.

Eu égard au contexte économique exposé, aux études empiriques, à la situation spécifique d'Edipresse ainsi qu'à notre analyse quantitative du prix de l'option, nous considérons une réduction pour défaut de liquidité jusqu'à 15 % comme adéquate pour les deux catégories d'actions. Appliqué aux résultats de l'évaluation au moyen de la méthode DCF, on obtient une réduction de CHF 15 à CHF 16 par action nominative et de CHF 76 à CHF 80 par action au porteur.

⁹ Cf.: Abbott; Ashok: „Discount for Lack of Liquidity; Understanding and Interpreting Option Models”, Business Valuation Review, Fall 2009, pages 144 - 148

4.2 Stock d'actions propres

Au jour de l'évaluation, Edipresse détient 625 actions nominatives et 113'754 actions au porteur dans son propre portefeuille. Celles-ci comprennent les 3'000 actions au porteur acquises dans le cadre du programme de rachat d'actions lancé le 28 septembre 2010 en vue de la réduction du capital. Les actions propres ne sont pas prises en compte dans le calcul de la valeur par action.

5 Conclusion de la fairness opinion

Le résumé des résultats de l'évaluation est représenté dans l'illustration ci-dessous :

Illustration 8 : Vue d'ensemble des résultats de l'évaluation par action nominative

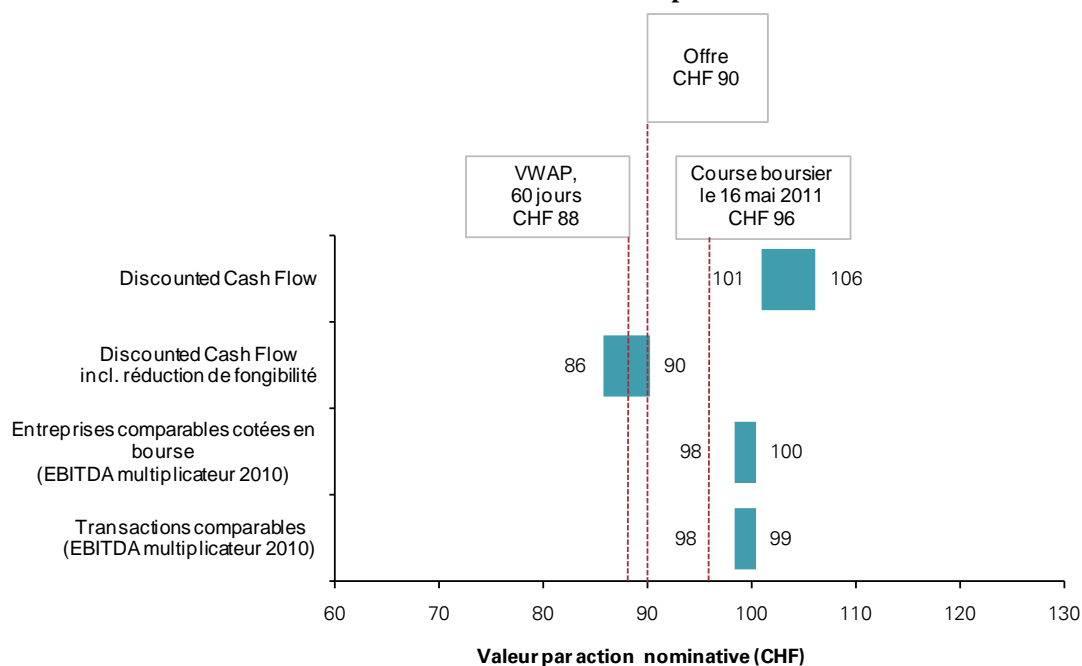
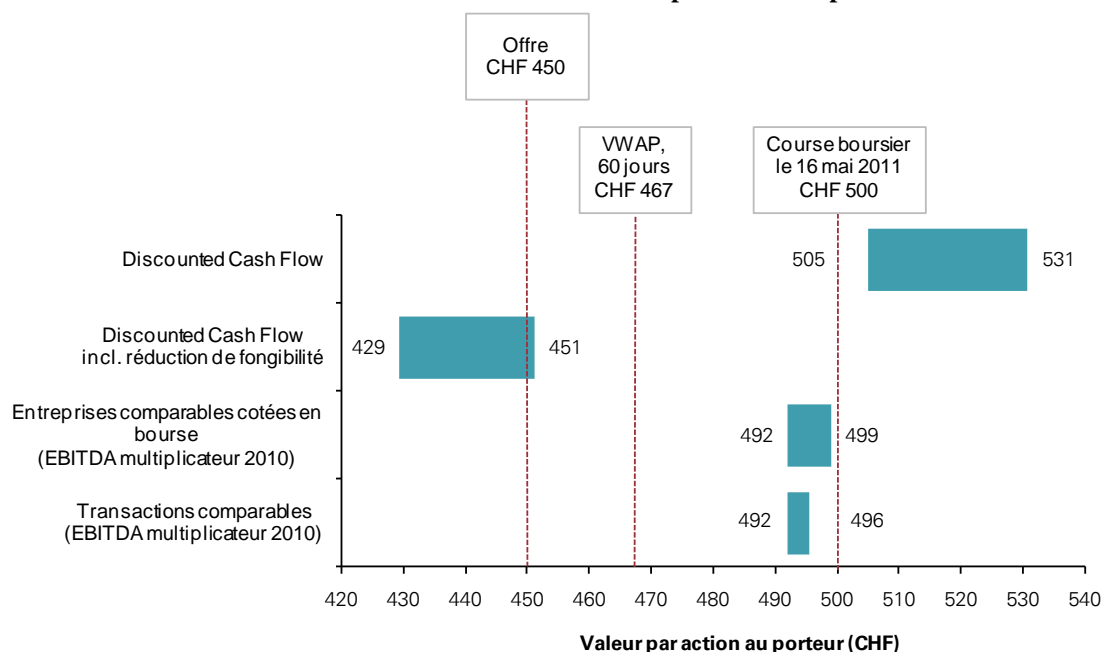


Illustration 9 : Vue d'ensemble des résultats de l'évaluation par action au porteur



Les analyses et considérations relatives à la valeur exposées ci-dessus aboutissent aux résultats d'évaluation suivants :

- Sur une base « stand-alone », on obtient pour Edipresse, après prise en compte de la position financière nette, soit CHF 13.8 mio., une valeur d'entreprise comprise dans une fourchette de CHF 534 mio. à CHF 561 mio.
- Compte tenu d'une réduction de 15% pour l'absence de fongibilité des actions Edipresse sur la valeur du capital-actions, on obtient pour Edipresse une fourchette de valeur de CHF 454 mio. à CHF 477 mio.
- Les actions nominatives et au porteur en circulation d'Edipresse aux mains des actionnaires étant respectivement au nombre de 1'629'340 et 730'959, la valeur correspondante est comprise entre CHF 86 et CHF 90 par action nominative et CHF 429 à CHF 451 par action au porteur.

Les fourchettes de valeur sont en particulier basées sur la marge d'évaluation résultant de l'analyse DCF, dont les résultats ont été corroborés par l'analyse des entreprises cotées comparables et transactions comparables.

Eu égard à ce qui précède, nous considérons le prix de CHF 90 par action nominative et CHF 450 par action au porteur offert dans le cadre de l'offre publique d'achat de Lamunière comme équitable et adéquat du point de vue financier.

La présente fairness opinion a été achevée le 26 mai 2011.

KPMG SA



Rolf Langenegger
Directeur



Johannes Post
Associé

6 Annexes

Annexe I : Détermination du coût moyen pondéré du capital WACC

Coûts des FP

Taux d'intérêt sans risque ⁽¹⁾	+	Bêta endettée ⁽²⁾	x	Prime de risque de marché ⁽³⁾	+	Alpha factors	+	Prime de risque liée au pays	=	Coûts des FP
2.4%		0.97		5.0%		Prime de taille limitée ⁽⁴⁾		1.6%		10.8%
						Prime spécifique				

Coûts de FE (Après taux d'imposition)

(Taux d'intérêt sans risque ⁽¹⁾	+	Prime de FE ⁽⁵⁾	+	Alpha factor	x	(1-Taux d'imposition) ⁽⁶⁾	=	Coûts de FE (après impôts)
2.4%		1.90%		Prime de risque liée au pays		75.0%		4.4%

Déduction des coûts moyens et pondérés du capital (CMPC; WACC)

Structure du capital ⁽⁷⁾	Coûts de capital
FP	80.0% 10.8% 8.7%
FE	20.0% 4.4% 0.9%
WACC =	9.5%

Annotations

- (1) Le taux d'intérêt hors risque représente un investissement alternatif sans risque et adéquat quant aux délais de la Suisse le 30 Avril 2011.
- (2) Le facteur beta non endetté (unlevered) est déterminé sur la base de celui d'entreprises cotées comparables (source: Capital IQ). Le beta endetté, a été déterminé à l'aide de la structure du capital des entreprises comparables identifiées et dérivé du beta unlevered („re-levered“) (avec Harris-Pringle formule).
- (3) La prime de risque du marché se base sur différentes enquêtes nationales et internationales étudiant sur plusieurs décennies les différences entre les rendements moyens des marchés des titres développés et le rendement moyen de l'obligation d'Etat du pays concerné.
- (4) Une société plus faiblement capitalisée présente un risque plus important et doit donc satisfaire à des attentes de rendement plus élevées. Cette circonstance a été prise en compte avec une prime au niveau des coûts des capitaux propres. Source: Ibbotson in Stock, Bonds, Bills & Inflation (Valuation Edition) 2011 Yearbook.
- (5) La prime de fonds étrangers est déterminé sur la base des obligations avec une notation financière BBB- (source: BondsOnline).
- (6) Taux d'imposition selon le management d'Edipresse: 25%.
- (7) Structure du capital sur la base des relations de financement des entreprises comparables identifiées.

Source : Capital IQ, KPMG Analyse, données au jour de l'évaluation

Annexe II : Analyse de sensibilité DCF

Analyse de sensibilité - Valeur par action a porteur (CHF)				
WACC	Taux de croissance perpétuelle			
		0.9%	1.4%	1.9%
	10.5%	505	507	510
	10.0%	509	511	514
	9.5%	513	516	519
	9.0%	517	520	524
	8.5%	522	526	531

Analyse de sensibilité - Valeur par action nominative (CHF)				
WACC	Taux de croissance perpétuelle			
		0.9%	1.4%	1.9%
	10.5%	101	101	102
	10.0%	102	102	103
	9.5%	103	103	104
	9.0%	103	104	105
	8.5%	104	105	106

Annexe III : Présentation succincte des entreprises de référence (1/3)

Entreprises comparables	
Nom	Description
Agora SA	Agora S.A., a media company, produces, sells, and promotes daily newspapers, magazines, and other periodicals primarily in Poland. It primarily offers Gazeta Wyborcza daily newspaper, as well as publishes nationwide free daily, Metro, and 14 color magazines on various subjects from interior decoration and construction to cooking, lifestyle, and shopping. The company also involves in outdoor advertising by offering advertising panels, such as backlights, frontlights, citylights on public transportation shelters, cityscrolls and classic billboards, transit advertising on buses and trams, and large format wall-mounted panels on buildings, as well as CitilInfoTV panels installed in Warsaw metro cars. In addition, it engages in radio operations, which encompass a group of local radio stations operating under two brands, Golden Hits and Roxy FM; a regional, opinion-making news station TOK FM; and an Internet radio Tuba.fm with approximately 30 thematic and authorial channels, as well as a music video channel. Further, the company operates a cinema network consisting of 24 multiplexes and 2 traditional cinemas with approximately 140 screens and 31000 seats, as well as owns thematic, classified, entertainment, and social services portals. Additionally, it operates in fields, such as coproduction and distribution of large-screen movies; and coproduction of cultural events with world celebrities. The company also publishes collections of literature, music, and film books series with CDs and DVDs; provides printing services; and operates an Internet advertising agency, AdBroker. Agora S.A. was founded in 1989 and is headquartered in Warsaw, Poland.
Axel Springer AG	Axel Springer AG operates as a multimedia print and digital media, online, and Web-television (TV) company in Europe. The company publishes newspapers and magazines. It creates and distributes information and entertainment in newspapers, magazines, and digital distribution channels. The company's Newspapers National segment offers daily and Sunday newspapers, national and regional subscription newspapers, and advertising supplements. Its Magazines National segment publishes magazines in Germany. This segment provides TV program guides, as well as women's, computer, car, sports, and music magazines; and invests in magazine publishing companies. The company's Print International segment publishes newspapers and magazines in Switzerland, Spain, and France, as well as in Hungary, Poland, the Czech Republic, Slovakia, Serbia, Russia, Romania, and India. Its Digital Media segment comprises its online activities, as well as activities and investments in the TV and radio sectors. In addition, the company engages in rotogravure printing business. It sells its newspapers and magazines through retail sales outlets, press wholesalers, and press import companies; and distributes digital media through various channels, including the Internet, mobile terminal devices, and download platforms, such as Apple's App Store. The company was formerly as Axel Springer Verlag GmbH and changed its name to Axel Springer AG in April 2003. Axel Springer AG was founded in 1946 and is headquartered in Berlin, Germany.
RCS MediaGroup S.p.A	RCS MediaGroup S.p.A., through its subsidiaries, operates in the media and publishing sectors primarily in Italy, Spain, France, Portugal, the United Kingdom, the United States, and China. Its Newspapers Italy segment engages in editing, producing, and marketing of publications relating to the titles, such as Corriere della Sera, La Gazzetta dello Sport, City, and Urban. It also organizes and runs the Giro d'Italia, and other cycling races and sporting events; and manages advertising relating to sporting events and classifieds. The company's Newspapers Spain segment involves in the publication of daily newspapers, magazines, and books; radio broadcasting; national, regional, and local digital television services; production of audiovisual material for television and digital content for the Web; and the organization of events and conferences. This segment publishes El Mundo.es, Marca, and Expansion newspapers, as well as organizes sports events. Its Books segment engages in book, classic comic strips, games and narrative, textbook and professional, legal, university, professional, reference, and partworks publishing activities. The company's Magazines segment publishes 33 weekly, monthly, bi-monthly, and quarterly titles; and engages in various multimedia activities both on the Web, including the Leiwab, At Casa, and Quimamme portals, and certain magazine Websites, and on television. RCS MediaGroup's Dada segment manages a network of Web portals for the general public, and on-line advertising activities; and provides domain name registration and hosting services for companies. This segment also offers value-added Internet and mobile phone services in the United States; and operates Splinder and Bloglo blogging sites. Its Television segment engages in satellite television broadcasting. The company was formerly known as Rizzoli Editore and changed its name to RCS MediaGroup S.p.A in 2003. RCS MediaGroup S.p.A. was founded in 1927 and is headquartered in Milan, Italy.
Vocento	Vocento, S.A. operates as a multimedia company in Spain. It engages in information and entertainment businesses, including the press, supplements, magazines, television, radio, audiovisual production, movie distribution, and the Internet. The company involves in the printing, publishing, distribution, and sale of daily newspapers, including ABC and Qué!; weekly supplements comprising XLSemanal, Pantalla Semanal, Mujer Hoy y Mujer, and Hoy Corazón; and two magazines focused on economy and cars. It also operates radio and television broadcasting stations, as well as holds licenses to broadcast digital terrestrial television channels; and operates portals in the areas of news, share prices, automotive, cinema, classifieds, employment, real estate, and leisure and directories, as well as a portal to upload and download video content. In addition, the company engages in content production and distribution; printing; and publication distribution businesses. Further, it provides integrated Internet services; generates digitalized content for Internet portals, institutions, and companies; and provides call centre and telematic solutions. Additionally, Vocento, S.A. engages in film and television program production activities. The company was formerly known as Prensa Espanola, S.A. and changed its name to Vocento, S.A. in May 2003. The company was incorporated in 1945 and is based in Madrid, Spain.

Présentation succincte des entreprises de référence (2/3)

Entreprises comparables	
Nom	Description
Cofina SGPS, S.A.	Cofina, SGPS, S.A., through its subsidiaries, engages in the publication and sale of newspapers and magazines in Portugal. The company holds a portfolio of 5 newspapers and 11 magazines. Its newspapers include Correio da Manhã, a daily newspaper; Record, a sports daily; Jornal de Negócios, a business daily; and Destak and Metro, daily free newspapers. The company's magazines comprise Sábado, a weekly newsmagazine; Automotor for the auto segment; TV Guia, a television magazine; Flash, a weekly society magazine; Rotas e Destinos, a monthly magazine for travel and leisure; Maxima Interiores, a monthly magazine for design and decor; GQ, an international male magazine; Maxima, a fashion and trends female magazine; Vogue, a fashion magazine; and PC Guia, an IT magazine on software and personal hardware, as well as Semana Informatica for the professional IT market. It also offers newspapers, magazines, and classifieds online. In addition, the company involves in the production and creation of Websites; and events organization and promotion activities. Cofina, SGPS, S.A. was founded in 1995 and is headquartered in Porto, Portugal.
Arnoldo Mondadori Editore SpA	Arnoldo Mondadori Editore S.p.A., through its subsidiaries, operates as a publishing company in Italy and internationally. It publishes children's books, art books, and education books. The company also publishes various magazines in the areas of consumer, architecture, home, car, cinema, cooking, interior design, geography and nature, computer, news, culture, health and fitness, science and technology, television, travel, and leisure, as well as offers men's and women's magazines. Its magazine titles primarily include Panorama, TV Sorrisi e Canzoni, Grazia, Donna Moderna, Chi, Flair, Auto oggi, Panoramauto, Casa Facile, Casaviva, Ciak, Confidenze, Cosmopolitan, Cucina Moderna, Cucina no problem, Economy, Evo, Focus, Focus Junior, Geo, Grazia Casa, Guida TV, Interni, Jack, Men's Health, Panorama Travel, Sale & Pepe, Starbene, Telepiù, Top Girl, Tu, Verde Facile, and VilleGiardini. In addition, the company offers digital publishing, advertising, printing, and radio broadcasting services. Further, it involves in retailing through a chain of its own shops and franchising outlets situated in Italy, and direct marketing and mail-order sales of publishing products. Arnoldo Mondadori Editore S.p.A. was founded in 1907 and is based in Segrate, Italy.
Gruppo Editoriale L'Espresso SpA	Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A operates as a media group in Italy. It engages in publishing, radio, advertising, Internet, and television businesses. The company publishes la Repubblica, a national daily newspaper; and L'espresso, a weekly newsmagazine. It also publishes monthly magazines, including National Geographic Italia, Le Scienze, and Mente & cervello; quarterly magazines comprising Limes and MicroMega; and Le Guide dell'Espresso, which provides annual guides to restaurants, hotels, and wines. In addition, the company publishes 15 daily local newspapers; operates 3 national commercial radio stations, including Radio DeeJay, Radio Capital, and m2o, as well as a national television network; and offers radio and video broadcasting contents, Web solutions, and services to private companies. Further, it offers education and professional services for various clients in the technology and human resources management sectors; and organizes seminars, conferences, exhibitions, meetings, and online courses. Additionally, Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A provides marketing, customer relationship management, data bank management, subscription and fidelity club management, and logistic services; and sells advertising space. The company was formerly known as Editoriale L'Espresso SpA and changed its name to Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A in January 1998. Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A is based in Rome, Italy.
Tamedia AG	Tamedia AG, a media company, engages in publishing newspapers and magazines. The company offers daily and weekly newspapers. Its magazines focus on various areas, including women, automobiles, agriculture, and TV programs. The company also operates news portals, a real estate platform, job advertisement platforms, a directory portal, and radio and TV stations. In addition, it offers publishing services, including newspaper printing, digital management, readers market, call center, and publishing logistics services. The company was founded in 1893 and is based in Zurich, Switzerland.
One Media Group Ltd.	One Media Group Limited, an investment holding company, engages in the publication, marketing, and distribution of Chinese language lifestyle magazines in Hong Kong and Mainland China. The company publishes Ming Pao Weekly, an entertainment/celebrity/lifestyle magazine; Hi-Tech Weekly; TopGear Hong Kong, a monthly automotive magazine; MING, a celebrity, fashion, lifestyle, and entertainment magazine; and Popular Science, a technology publication. It also engages in magazine advertising operations. The company was incorporated in 2005 and is headquartered in Chai Wan, Hong Kong. One Media Group Limited is a subsidiary of Media Chinese International Limited.

Présentation succincte des entreprises de référence (3/3)

Entreprises comparables	
Nom	Description
Daily Mail and General Trust plc	Daily Mail and General Trust plc operates in the media and information business primarily in the United Kingdom, the rest of Europe, North America, and Australia. It offers various products and services for the quantification and management of catastrophe risk associated with perils, such as earthquakes, hurricanes, windstorms, and terrorist attacks; and business-to-business information to the property, financial, energy, geospatial, and educational recruitment markets. The company also produces business-to-business exhibitions and conferences for the energy, technology, digital marketing, gift, construction, and interior industries with events in North America, the Middle East, Europe, Asia, and Australia. It operates approximately 36 exhibitions and 2 conference businesses in 11 countries. In addition, Daily Mail and General Trust plc publishes approximately 70 magazines, newsletters, and journals, including Euromoney, Institutional Investor, and Metal Bulletin; conducts conferences, seminars, and training courses; and provides electronic information and data covering international finance, metals, and commodities markets. Further, the company operates newspaper companion digital sites; travel, jobs, motors, and property digital businesses; and mobile and television business, as well as provides printing services. Additionally, it publishes approximately 100 publications, including 17 paid-for daily titles, 2 free daily titles, 23 paid-for weeklies, 4 weekly classified titles, 17 monthly magazines, and 40 free weekly newspapers. The company was founded in 1896 and is headquartered in London, the United Kingdom.
Schibsted ASA	Schibsted ASA, through its subsidiaries, operates as a media company primarily in Norway, Sweden, and internationally. The company operates in the fields of newspaper, online and mobile, live pictures, and book and magazine media. It publishes newspapers and online newspapers, biographies, history books, documentary novels, annuals, humor books, books on food and drink, travel guides, detective novels, comics, and magazines, such as Maison, Maison Mat & Vin, and Design Interiør. The company also involves in films distribution; and operates a commercial TV channel, Kanal 2. It distributes news, information, services, and entertainment through its printed and online newspapers, live pictures, films, videos, DVDs, and mobile phones. The company operates in the Baltic States, Spain, France, Denmark, Finland, Austria, Italy, Switzerland, Hungary, Belgium, Netherlands, Portugal, Greece, Russia, Singapore, Malaysia, the Philippines, Indonesia, Estonia, Latvia, Lithuania, Mexico, Colombia, Brazil, Argentina, and Latin America. Schibsted ASA was founded in 1839 and is headquartered in Oslo, Norway.
Sing Tao News Corp Ltd.	Sing Tao News Corporation Limited engages in media, human capital management, property holding and development, and photographic products trading activities in Hong Kong, Mainland China, North America, Australia, New Zealand, and Europe. The company publishes English and Chinese newspapers; weekly publications, including Property Browser, Investment Weekly, and Smart Parents; and magazines that primarily focus on current affairs and entertainment, lifestyle, and information technology news and trends. It also publishes books in various categories, including parenting, travel, health, self-improvement, and lifestyle; and publishes and distributes titles from overseas, such as Walt Disney bilingual storybooks and À Petits Pas of Actes Sud/Junior Publishing. The company's recruitment media business comprises JobMarket, a recruitment advertising title; EDUplus.com.hk, an education advertising title; A-Performers.com, a multi-media recruitment medium for the professionals; and HeadlineJobs, an interactive recruitment platform for young executives. In addition, it engages in the distribution of print media covering newspapers, magazines, and books. Further, the company sells and distributes own and third party repackaged information and content; distributes Chinese-language financial news of Dow Jones News Agency to corporate customers and government organizations in Mainland China; and provides content, content licensing, and related media consultancy services to enterprises in the People's Republic of China. Additionally, the company distributes Nikon cameras and related products, as well as the Jeep brand of camera and video bags, outdoor bags, leather goods, and luggage gears; provides online and off-line corporate and vocational training services; and engages in radio broadcasting, securities investment and trading, printing, advertising, and software development businesses. Sing Tao News Corporation Limited was founded in 1938 and is based in Shau Kei Wan, Hong Kong.
Nation Multimedia Group Public Co. Ltd.	Nation Multimedia Group Public Company Limited, together with its subsidiaries, engages in the publication and distribution of newspapers; and the provision of advertising and news services primarily in Thailand. The company's Publishing and Advertising segment publishes Krungthep Turakij, a Thailand-language daily business newspaper; Bizweek, a Thailand-language weekly business newspaper; Nation Weekender, a weekly news magazine; Kom Chad Luek, a daily newspaper for family readers; The Nation, an English-language news paper; Nation Junior, an English-language fortnight magazine for the teenage group; Daily Xpress, an English-language daily newspaper; and nationmultimedia.com, an English-language news Web site. It also produces company profiles, catalogs, brochures, documents, VDO/CD presentations, and e-supplements; and organizes marketing events, including recreational and sporting, celebratory, entertainment, business, and special events that contribute to society. Its Printing Service segment provides graphic design, pre-press, press, and post-press services, as well as other specialized services, including hard cover and commercial Web printing for newspapers and magazines. The company's Edutainment segment imports, publishes, and distributes educational and entertainment books and media for children and youth. It publishes knowledge books and comic magazines. This segment also provides educational services, including professional training to improve working, communication, and foreign language skills for organizations, public, and students; and printing, advertising, distribution and shop display, and delivery services to overseas publishers. Its Broadcasting and New Media segment produces various radio and television programs, as well as provides news and information content via various new digital media, such as mobile phones and the Internet. The company was founded in 1971 and is headquartered in Bangkok, Thailand.

Source : CapitalIQ

Annexe IV : Détermination du facteur beta

Entreprises comparables	Pay	Beta endetté	Dette nette / Valeur d'entreprise	Dette nette / Fonds propres	Debt beta	Beta non-endetté
Nom		2 ans période (hebdomadaire)	Fin de l'année	Fin de l'année	Prime de FE / Prime de risque de marché	2 ans période (hebdomadaire)
Agora SA	Poland	1.08	0.0%	0.0%	n/a	1.08
Axel Springer AG	Germany	0.65	7.2%	7.7%	0.14	0.61
RCS MediaGroup S.p.A	Italy	1.43	52.2%	109.1%	0.23	0.81
Vocento	Spain	0.56	17.6%	21.3%	1.50	0.72
Cofina SGPS, S.A.	Portugal	1.07	65.8%	192.1%	0.93	0.98
Arnoldo Mondadori Editore SpA	Italy	1.27	34.1%	51.7%	0.17	0.89
Gruppo Editoriale L' Espresso SpA	Italy	1.41	19.8%	24.6%	0.65	1.26
Tamedia AG	Switzerland	0.84	0.0%	0.0%	n/a	0.84
One Media Group Ltd.	Hong Kong	0.79	0.0%	0.0%	n/a	0.79
Daily Mail and General Trust plc	United Kingdom	1.11	36.1%	56.5%	0.49	0.88
Schibsted ASA	Norway	0.98	15.0%	17.7%	0.11	0.85
Nation Multimedia Group Public Co. Ltd.	Thailand	0.76	49.5%	98.2%	0.36	0.56
Médiane		1.03	18.7%	23.0%	0.36	0.84
Moyen arithmétique		1.00	24.8%	48.3%	0.51	0.86
Appliqué (arrondi)			20.0%	25.0%		0.85

Beta non-endetté	x	(1+ (Dette nette / Fonds propres))	(Debt beta ¹	x	(Dette nette / Fonds propres))	=	Bêta endettée
0.85		1.25	0.38		25.0%		0.97

Annotations

(1) Debt beta = Prime de FE / Prime de risque de marché

Source : Bloomberg, CapitalIQ, données au jour de l'évaluation

Remarque : Les entreprises de référence prises en considération pour déterminer le facteur beta ne comprennent pas toutes les entreprises de référence présentées à l'annexe III, car seules des entreprises dont le facteur beta présentait une pertinence statistique suffisante ont été retenues

Annexe V : Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables

Analyse d'entreprises comparables cotées en bourse				
Entreprises comparables	Monnaie	Capitalisation du marché	Valeur d'entreprise	EBITDA multiplicateur
				2010
Agora SA	PLN	1,299	1,234	7.0 x
Axel Springer AG	EUR	3,629	4,119	8.9 x
RCS MediaGroup S.p.A	EUR	990	2,146	10.7 x
Vocento	EUR	433	613	19.1 x
Cofina SGPS, S.A.	EUR	54	159	6.8 x
Arnoldo Mondadori Editore SpA	EUR	678	1,030	7.1 x
Gruppo Editoriale L'Espresso SpA	EUR	843	1,026	7.2 x
Tamedia AG	CHF	1,471	1,460	8.7 x
Daily Mail and General Trust plc	GBP	1,929	3,198	8.4 x
Schibsted ASA	NOK	16,388	19,620	9.2 x
Sing Tao News Corp Ltd.	HKD	2,029	1,377	5.9 x
Nation Multimedia Group Public Co. Ltd.	THB	1,648	3,450	6.6 x
Moyen arithmétique				8.8 x
Médian				7.8 x

Source : CapitalIQ, données au jour de l'évaluation

Annexe VI : Multiplicateurs de transactions d'entreprise comparables

Date de fermeture	Cible	Acquéreur	Valeur d'entreprise	TTM EBITDA
21.02.2011	Seven Media Group Pty Ltd.	Seven West Media Limited (ASX:SWM)	4,183	11.5x
08.01.2010	Postmedia Network Inc.	Various banks	2,225	13.1x
16.10.2009	New Straits Times Press Bhd	Media Prima Bhd (KLSE:MEDIA)	151	5.0x
09.05.2008	Edizioni Specializzate SpA	Fiera Milano SpA. (BIT:FM)	11	5.0x
11.12.2009	Springer Science+Business Media S.A.	EQT Partners AB; GIC Special Investments	3,358	8.2x
06.10.2008	SPG Media Group Limited	-	13	7.4x
Moyen arithmétique				8.4x
Médian				7.8x

Source : Capital IQ, Mergermarket