

Fairness Opinion – Nobel Biocare Holding SA

Appréciation de l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition
de Danaher Corporation sur Nobel Biocare Holding SA

26 septembre 2014

Table des matières

- Introduction
- Entreprise
- Réflexions en matière d'évaluation
- Évaluation globale
- Annexe

Introduction

- Situation initiale
- Mandat
- Procédure d'évaluation
- Bases de l'évaluation

Introduction

Situation initiale

Situation initiale

- Nobel Biocare Holding SA (« Nobel Biocare ») est une société cotée au SIX Swiss Exchange avec une capitalisation boursière de CHF 21 11 millions au 15 septembre 2014. Nobel Biocare est un leader mondial des solutions dentaires restauratrices et esthétiques innovantes
- Nobel Biocare compte actuellement un effectif d'environ 2500 collaborateurs et a enregistré en 2013 un chiffre d'affaires de EUR 566,8 millions. Le siège principal de l'entreprise se trouve à Zurich, Suisse. Elle compte sept sites de production au Canada, en Israël, au Japon, en Suède et aux États-Unis. Nobel Biocare offre ses produits et prestations de services via ses filiales et réseaux de distribution dans plus de 80 pays
- Le capital-actions souscrit de la société s'élève à CHF 49 513 812, divisé en 123 784 530 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0.40 par action. Les actions sont entièrement libérées et donnent chacune droit à une voix
- Le 29 juillet 2014, Nobel Biocare a publié un communiqué de presse selon lequel elle avait été contactée par des tiers potentiellement intéressés d'acquiescer l'entreprise (« communiqué de presse »). L'entreprise a mandaté un conseiller financier afin d'évaluer l'intérêt d'acquéreurs potentiels
- Le 15 septembre 2014, Danaher Corporation (« Danaher ») a soumis aux actionnaires de Nobel Biocare une offre publique d'acquisition au comptant pour toutes les actions nominatives détenues par le public à un prix de CHF 17.10 par action (« annonce préalable »)
- Le conseil d'administration de Nobel Biocare a étudié le contenu de l'offre de Danaher en détail et estime que Danaher serait un partenaire stratégique idéal pour contribuer au développement durable de Nobel Biocare. Le conseil d'administration est arrivé à la conclusion que l'offre de Danaher répond de manière optimale aux intérêts de l'entreprise, des actionnaires, collaborateurs, partenaires, fournisseurs et clients
- N+1 Swiss Capital SA (« Swiss Capital »), mandatée par Nobel Biocare d'établir une Fairness Opinion, ne percevra dans le cadre de ce mandat aucune rémunération dépendant de certaines affirmations relatives à l'évaluation ou du succès de la transaction avec Danaher. Swiss Capital confirme être indépendante dans son jugement en tant qu'entité chargée de l'évaluation, conformément à l'application de la Circulaire COPA no. 3 concernant les organes de contrôle
- Selon la décision de la COPA en date du 27 septembre 2011, Swiss Capital est agréée pour la rédaction de Fairness Opinions dans le cadre d'offres publiques d'acquisition

Introduction

Mandat

Mandat

- Le conseil d'administration de Nobel Biocare a chargé Swiss Capital d'évaluer, dans le cadre d'une Fairness Opinion, l'adéquation financière de l'offre du point de vue des actionnaires publics de Nobel Biocare
- Cette Fairness Opinion est exclusivement destinée au conseil d'administration de Nobel Biocare comme partie intégrante de son rapport adressé aux actionnaires (selon l'Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition)
- Dans le cadre de l'offre, la publication et la remise aux parties intéressées de la Fairness Opinion est autorisée. Il est en outre possible de s'y référer dans le prospectus de l'offre du 1^{er} octobre 2014. Son utilisation à toute autre fin n'est pas autorisée
- La Fairness Opinion ne constitue nullement une recommandation aux actionnaires publics de Nobel Biocare d'accepter ou de refuser l'offre de Danaher
- Elle ne contient pas non plus une évaluation des points suivants :
 - modalités d'indemnisation et autres conditions de l'offre
 - évaluation de la structure de la transaction sur le plan légal et fiscal
 - conséquences pour les actionnaires pouvant résulter de leur acceptation ou de leur rejet de l'offre
 - valeur future de l'action de Nobel Biocare
- Swiss Capital n'a procédé à aucune Due Diligence ni révision au sens de la loi de Nobel Biocare dans le cadre de cette Fairness Opinion
- Etant donné que l'évaluation repose essentiellement sur des informations fournies par l'entreprise, la responsabilité de Swiss Capital se limite à une analyse et à une évaluation diligente et professionnelle des informations mises à sa disposition

Introduction

Procédure d'évaluation

Procédure d'évaluation

- Afin de pouvoir juger de l'adéquation financière de l'offre, Swiss Capital a mené des réflexions approfondies en termes de valeur et a procédé à des analyses complètes en relation avec Nobel Biocare
- L'objet évalué est le groupe Nobel Biocare Holding SA avec ses filiales sur une base consolidée
- L'évaluation fait ressortir une fourchette pour la valeur opérationnelle d'entreprise respectivement la valeur des fonds propres de Nobel Biocare. Cette fourchette pour la valeur d'une action Nobel Biocare représente une indication permettant de déterminer l'équité financière et l'adéquation de l'offre publique d'acquisition
- Les réflexions sur la valeur de Nobel Biocare ont été menées sur une base Stand-Alone
- Elles ne tiennent pas compte des effets individuels de l'offre du point de vue de l'actionnaire, telles que des répercussions fiscales par exemple
- La fourchette utilisée dans cette Fairness Opinion pour Nobel Biocare en tant qu'entreprise et pour la valeur par action nominative qui en résulte a principalement été calculée sur la base de la méthode du Discounted Cash Flow (« méthode DCF » ou « DCF »). En outre, sur la base des résultats de la méthode DCF, Swiss Capital a effectué des analyses de sensibilité en ajustant les vecteurs essentiels de valeur. De plus, afin de plausibiliser les résultats de la méthode DCF, d'autres méthodes de valorisation telles que les Trading Multiples et Transaction Multiples ont été utilisées et les primes payées dans le cadre d'autres OPA ont également été analysées
- L'évaluation repose principalement sur les hypothèses incluses dans le business plan de la direction de Nobel Biocare. Les hypothèses techniques nécessaires à l'évaluation (par exemple taux de coût du capital, croissance perpétuelle) ne faisaient pas partie du business plan
- De plus, Swiss Capital a mené plusieurs entretiens avec la direction de Nobel Biocare afin de valider les informations reçues et le business plan

Introduction

Bases de l'évaluation

Bases de l'évaluation

- Swiss Capital s'est basée sur les éléments suivants pour son évaluation :
 - Informations publiques sur Nobel Biocare jugées pertinentes pour l'analyse. En font notamment partie les rapports d'activité 2010 à 2013, le rapport semestriel 2014 (non audité) ainsi que les présentations à l'intention des investisseurs et des communiqués de presse
 - Informations internes sur Nobel Biocare jugées pertinentes pour l'analyse, notamment le budget 2014 et la planification à moyen terme 2015-2019. Le budget a été établi en novembre 2013 par la direction de Nobel Biocare et approuvé par le conseil d'administration. La planification à moyen terme est élaborée, en général, en octobre de chaque année. La planification à moyen terme d'octobre 2013 a été actualisée en juin 2014, en relation avec un projet de réorganisation et compte tenu des offres sans engagement reçues, puis approuvé par le conseil d'administration le 6 juillet 2014. Ces chiffres ont fait l'objet d'une nouvelle vérification au mois d'août 2014, entre autres en incluant les résultats effectifs à fin juin – sans que cela ait eu une incidence sur la planification à moyen terme. Le conseil d'administration a approuvé à nouveau cette mise à jour, aux chiffres inchangés, le 18 août 2014. Ces mises à jour concernaient particulièrement la prise en compte de l'état actuel des affaires (croissance des ventes plus faible, marges plus élevées) et l'ajustement des cours de change. La planification à moyen terme ayant servi de base à l'évaluation comprend les années 2015-2019
 - Entretiens avec la direction de Nobel Biocare sur la situation financière et opérationnelle, l'environnement actuel et futur du marché ainsi que les vecteurs essentiels de valeur et les hypothèses ayant servi de base à la planification à moyen terme
- Documents sur la stratégie de Nobel Biocare, détaillant les hypothèses ainsi que les mesures déjà initiées et planifiées pour le budget et la planification à moyen terme et contenant également des informations sur le développement anticipé du marché (estimations internes et externes)
- Documents relatifs aux programmes de participation des collaborateurs PSUP/RSUP
- Détails sur les postes du bilan assimilables à de la dette
- Données boursières et financières de Nobel Biocare ainsi que d'entreprises cotées comparables (source : Bloomberg)
- Données relatives à des transactions d'entreprises jugées comparables (sources : Mergermarket, Equity Research Reports)
- Swiss Capital est partie du principe que les documents financiers et autres données concernant Nobel Biocare utilisés pour établir sa Fairness Opinion étaient exacts et complets
- La direction de Nobel Biocare a confirmé à Swiss Capital que Nobel Biocare n'a connaissance d'aucun fait ni de circonstance pouvant compromettre l'intégralité, l'exactitude et la véracité des informations mises à disposition en vue d'établir la Fairness Opinion
- La responsabilité de Swiss Capital se limite à une analyse et à une évaluation approfondie et professionnelle des informations mises à disposition
- Les informations et considérations contenues dans le présent document se rapportent au moment où celui-ci a été élaboré

Entreprise

- Vue d'ensemble et structure du groupe
- Activités et produits
- Chiffres financiers historiques
- Marché et positionnement
- Planification stratégique

Entreprise

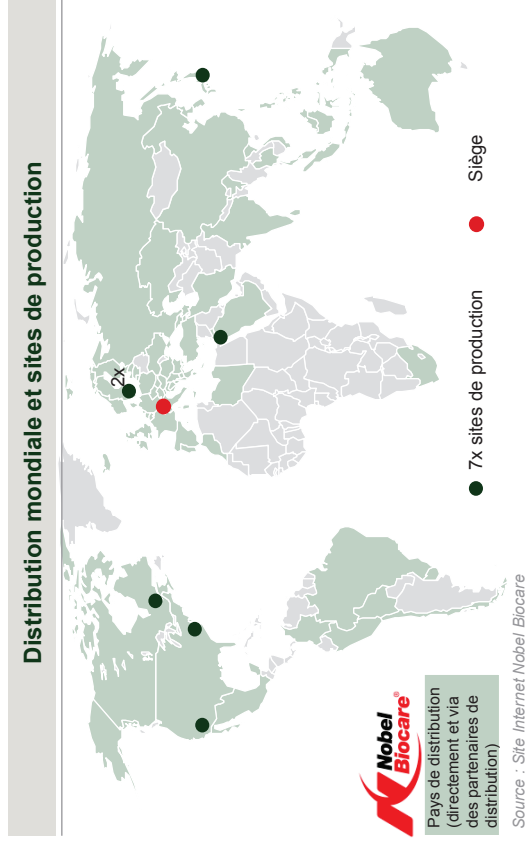
Vue d'ensemble et structure du groupe

Description de l'entreprise

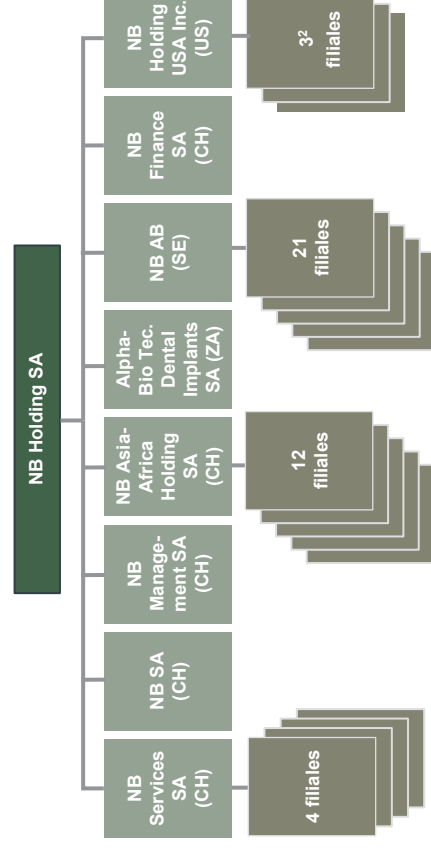
- Nobel Biocare est un leader mondial des solutions dentaires restauratrices et esthétiques innovantes. L'entreprise compte actuellement un effectif d'environ 2500 collaborateurs et a réalisé en 2013 un chiffre d'affaires de EUR 567 millions avec un bénéfice d'exploitation avant intérêts et impôts (EBIT) de EUR 64 millions (marge EBIT 11.3%)
- L'entreprise est cotée depuis 2002 à la bourse suisse SIX Swiss Exchange (SIX: NOBN) et offre une vaste gamme de solutions allant du remplacement de dents à la restauration complète de mâchoires édentées. En plus des implants dentaires, le portefeuille de produits comprend aussi des prothèses, des logiciels et des appareils de diagnostic
- Possédant une importante force de vente avec des représentations directes sur place, mais faisant aussi appel à des partenaires de distribution, Nobel Biocare fournit ses produits et ses services à des dentistes et prothésistes dentaires dans plus de 80 pays
- L'entreprise a été créée en 1981 en Suède et son siège principal se trouve aujourd'hui à Zurich. Elle compte sept sites de production au Canada, en Israël, au Japon, en Suède et aux États-Unis

Structure du groupe

- Le groupe Nobel Biocare Holding SA possède huit filiales (chacune détenue à 100%) qui sont basées en Suisse, aux États-Unis, en Suède et en Afrique du Sud
- Ces huit filiales détenues directement possèdent en tout de leur côté 40 filiales (directes)¹



Structure du groupe



Source : Nobel Biocare, Company Information. NB=Nobel Biocare

Entreprise Activités et produits

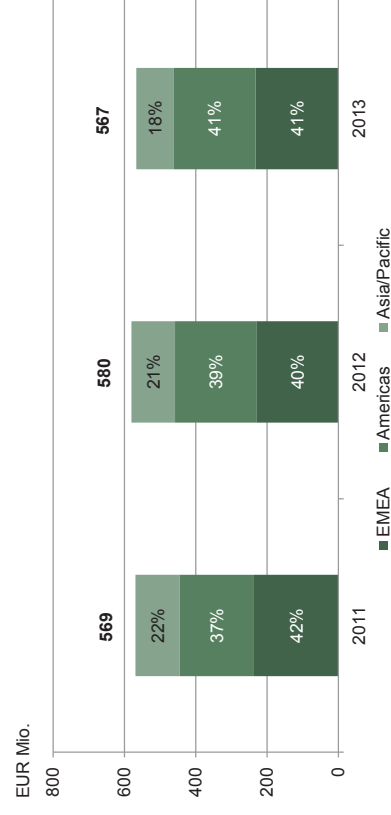
Modèle commercial

- L'offre de Nobel Biocare comprend des implants dentaires, des couronnes en céramique, des bridges, mais aussi de la chirurgie guidée ainsi que des scanners et des logiciels pour la fabrication CFAO¹. L'entreprise opère principalement dans le segment Premium qui équivaut à environ 60% du marché des implants dentaires. Le segment Value avec des solutions plus abordables représente les 40% restants
- Grâce à sa force de vente avec plus de 750 collaborateurs, une boutique en ligne ainsi qu'une vaste offre de formations et de stages de perfectionnement, l'entreprise est en mesure d'assurer un service client complet aux dentistes et prothésistes dentaires
- Les activités opérationnelles sont divisées en trois régions géographiques, à savoir EMEA (Europe, Middle East et Africa), Americas et APAC (Asia Pacific), en sachant que les zones EMEA et Americas représentent chacune environ 40% du chiffre d'affaires. Les principaux pays sont les États-Unis (environ 33% du chiffre d'affaires en 2013) et le Japon (environ 9% du chiffre d'affaires en 2013)

Portefeuille de produits

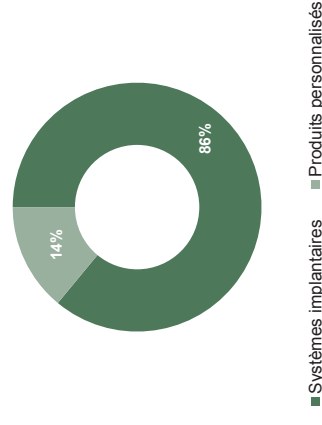
- Le portefeuille de produits de Nobel Biocare est divisé en deux groupes, les Systèmes implantaires et les Produits personnalisés, qui sont commercialisés dans toutes les trois zones géographiques et souvent en association afin d'offrir des solutions complètes
- Le segment des systèmes implantaires (86% du chiffre d'affaires en 2013) comprend une large gamme d'implants standard préfabriqués, adaptés à toutes les indications, tous les types d'os et protocoles chirurgicaux
- Le segment des produits personnalisés (14% du chiffre d'affaires en 2013) englobe des solutions individualisées, fabriquées de manière industrielle et avec une grande précision grâce à l'aide de technologie de scanner optique et de logiciels de pointe

Chiffres d'affaires par régions 2011-2013



Source : Nobel Biocare, rapports annuels 2012 et 2013

Segments de produits en % du chiffre d'affaires 2013



Source : Nobel Biocare

Entreprise Chiffres financiers historiques

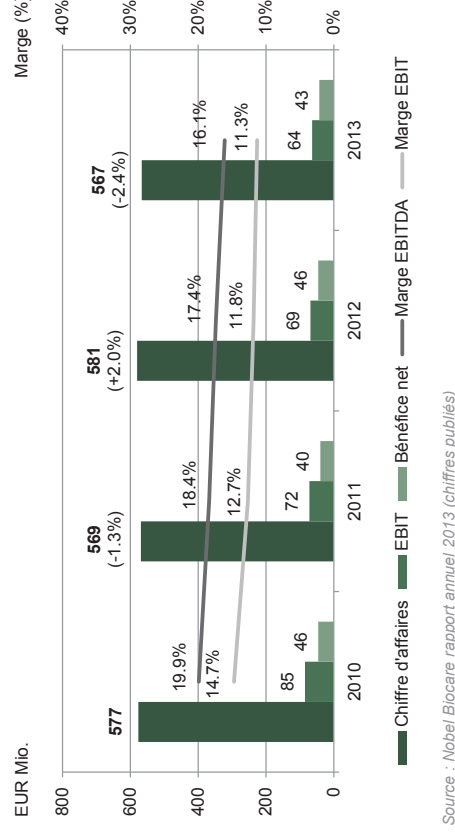
Chiffre d'affaires 2013 et 1^{er} semestre 2014

- En raison de la forte orientation internationale de l'entreprise, les changements des cours de change par rapport à l'euro (monnaie de présentation) impactent fortement la marche des affaires. En 2013, ce sont les cours faibles de l'USD et du JPY qui ont entraîné une diminution de la croissance du chiffre d'affaires, ce qui a entre autres atténué l'effet positif sur le chiffre d'affaires d'une moindre fluctuation du personnel de vente
- Ainsi, le chiffre d'affaires de l'exercice 2013 de EUR 567 millions représente un recul de 2.4% par rapport à 2012. Cependant, cette baisse est liée aux taux de changes car, en supposant des taux constants, l'entreprise aurait amélioré son chiffre d'affaires de 2.2%
- D'un point de vue géographique, le développement a été positif aux États-Unis en 2013 tandis que l'entreprise, leader du marché au Japon, y a fortement souffert d'une mauvaise publicité faite par les médias aux traitements par implants dentaires
- Au 1S 2014, l'entreprise a enregistré dans les deux segments de produits et dans toutes les régions un chiffre d'affaires supérieur à celui de la même période de l'année précédente (+ 2.5% à taux de change constants). Au Japon aussi, des premiers signes de reprise sont apparus et l'entreprise a réalisé une croissance dans la tranche basse d'un pourcentage à un chiffre. Cependant, en raison d'effets négatifs des taux de change (ayant eu un impact négatif sur le chiffre d'affaires d'environ EUR 13.5 millions), le volume global des affaires, avec un total de EUR 283.1 millions, a baissé de 2.2% au 1S 2014 (par rapport au 1S 2013)

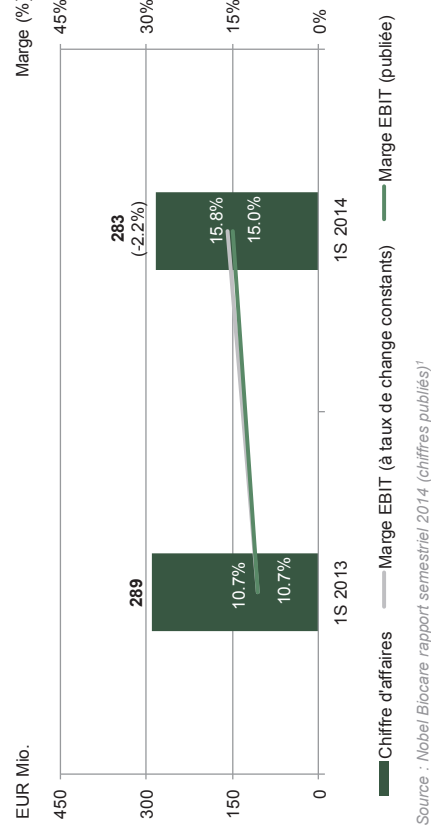
Marges

- La marge EBIT 2013 publiée s'élève à 11.3% (la marge EBITDA à 16.1%). Après ajustement de coûts non-récurrents pour la réorientation stratégique et des taux de change, la marge EBIT 2013 est de 13.4%
- L'entreprise a procédé depuis 2012 à diverses mesures visant à réduire les coûts et à améliorer l'efficacité, qui ont conduit au 1S 2014 à une nette amélioration de la marge EBIT. Celle-ci s'est élevée à 15.8% au premier semestre 2014, à taux de change constants (15.0% avec les effets de change), alors que la marge EBIT au 1S 2013 était de 10.7%¹ (identique avec ou sans les effets de change)

Evolution des chiffres d'affaires et de la rentabilité 2010-2013



Evolution chiffre d'affaires et marge EBIT au 1S 2014 vs. 1S 2013



Entreprise

Marché et positionnement (1/2)

Parts de marché et positionnement sur le marché des implants dentaires

- Le marché mondial des implants dentaires est estimé à un volume d'environ EUR 2,6 milliards¹ et constitue une partie du marché dentaire global estimé à environ EUR 17 milliards². Le marché des implants dentaires est divisé en deux segments : Premium (haut de gamme) et Value (entrée de gamme)
- Nobel Biocare opère principalement dans le segment Premium où elle possède une part de marché de 29% environ
- Dans le segment Value, plus abordable, Nobel Biocare est présente avec sa marque Alpha-Bio Tec («ABT») mais elle y possède une part de marché de seulement 3% environ
- En prenant en compte les deux segments, Nobel Biocare possède une part de marché totale d'environ 18%

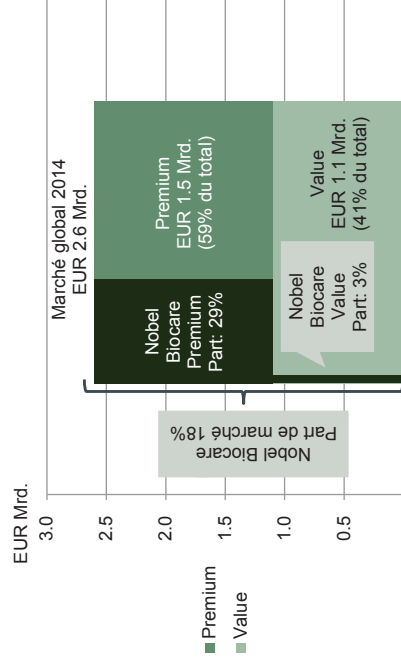
Parts de marché par rapport à la concurrence

- Par rapport à ses concurrents directs sur le marché des implants dentaires, Nobel Biocare détient la deuxième plus grande part de marché, juste derrière Straumann (fabricant suisse d'implants dentaires)
- D'autres acteurs majeurs sont Dentsply (entreprise dentaire américaine), Zimmer & Biomet 3i (le fabricant d'implants dentaires américain Biomet a été repris en avril 2014 par Zimmer Holdings, également américain⁴) ainsi que Camlog (filiale suisse de l'entreprise américaine Henry Schein)
- Le reste des acteurs se partagent environ 32% des parts de marché

Caractéristiques générales du marché

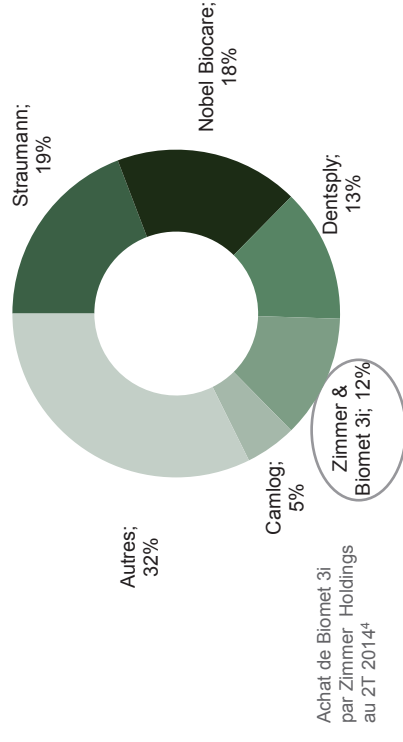
- Le marché des implants dentaires est considéré comme cyclique puisque rares sont les pays qui remboursent les interventions implantaires. La majeure partie des patients doivent payer l'intervention eux-mêmes, ce qui explique que les implants dentaires sont davantage demandés lorsque la conjoncture est favorable

Estimation parts de marché sur le marché des implants dentaires 2014¹



Source : Estimation Nobel Biocare

Part de marché Nobel Biocare 2013 par rapport aux concurrents³



Sources : Jefferies, Nobel Biocare

Entreprise

Marché et positionnement (2/2)

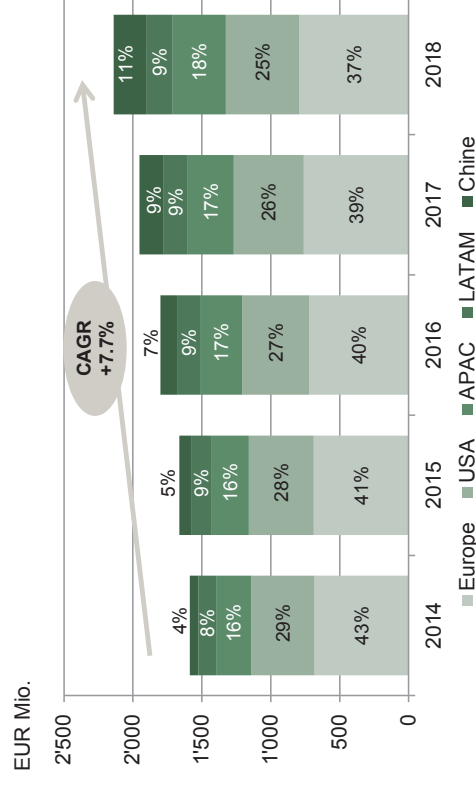
Perspectives du marché des implants dentaires

- Selon des analyses récentes, seulement environ 1% de toutes les dents manquantes sont remplacées par des implants¹. Ceci s'explique par a) le coût élevé du traitement et b) le manque de savoir-faire des dentistes et prothésistes
- Sur 1.7 million de dentistes agréés dans le monde entier, ils ne sont que 200 000 environ (c.à.d. 12%) à poser des implants à leurs patients. Chaque année, quelque 12 millions d'implants sont posés chez 10 millions de patients environ
- Des études de marché² relatives au marché des implants dentaires prévoient une croissance du marché de 7.7% par an pour la période de 2014-2018 (segments Premium et Value, mais sans vente de piliers³), stimulée notamment par la forte croissance en Chine et en Amérique latine
- Les estimations de Nobel Biocare sont plus prudentes et tablent à moyen terme sur une croissance du marché mondial des implants dentaires (y compris vente de piliers) de 4% par an environ

Risques

- Malgré les perspectives relativement positives pour Nobel Biocare, il faut signaler qu'une multitude de risques sont susceptibles d'impacter négativement les perspectives du marché et la planification financière
- Nobel Biocare opère sur un marché cyclique où un fléchissement conjoncturel associé à une baisse de la demande et à des taux de change volatiles pourrait avoir un impact négatif sur le chiffre d'affaires et les bénéfices
- Nobel Biocare intervient surtout dans le segment Premium et beaucoup moins dans le segment Value dont la croissance est plus dynamique. Une concurrence forte par des prestataires offrant des produits bon marché ou «Value» pourrait dégrader les perspectives de croissance dans le segment Premium et/ou augmenter la pression sur les prix dans ce segment
- Des risques spécifiques concernant la qualité et la fiabilité des produits (rappels, péri-implantites⁴), des rapports négatifs dans les médias (comme au Japon), des atteintes à la réputation ainsi que des litiges liés aux brevets

Marché mondial des implants dentaires (sans vente de piliers³)



Source : EU/NA iData 2013, LATAM/APAC/China iData 2012

Entreprise

Planification stratégique

Stratégie

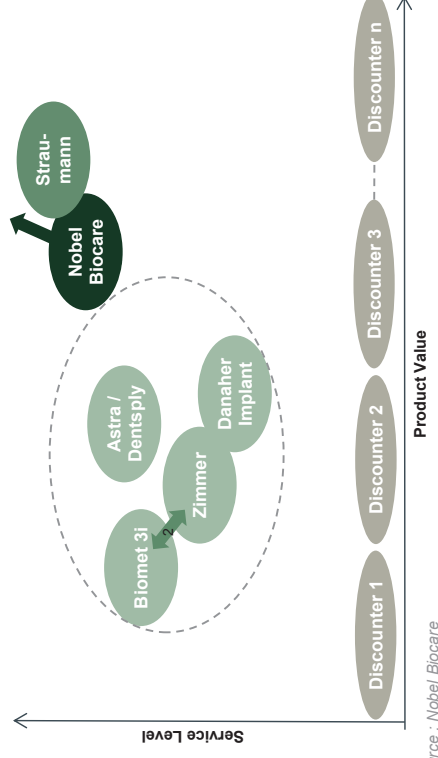
- Nobel Biocare et Straumann de distinguent des concurrents directs en termes de niveau du service après-vente et de qualité des produits. Nobel Biocare se différencie également par la grande diversité de ses solutions de produits ainsi que par les vastes possibilités offertes pour les soins cliniques. A noter toutefois que Nobel Biocare a perdu du terrain par rapport à Straumann au cours des dernières années et a cédé des parts de marché. De nouvelles initiatives stratégiques doivent améliorer continuellement la position relative sur le marché et permettre de récupérer des parts de marché perdues
- A cet effet, Nobel Biocare a lancé en 2012 une stratégie de Turnaround intitulée « Designing for Life ». Cette stratégie comprend, à côté du contrôle continu des processus d'entreprise et de leur adaptation afin d'améliorer l'efficacité organisationnelle et économique de Nobel Biocare, une forte attention portée aux clients et aux patients en vue d'améliorer le niveau des services

- Cette stratégie a commencé à porter ses fruits en 2013 si bien que l'entreprise a pu, pour la première fois après cinq années négatives, enregistrer une hausse du chiffre d'affaires de 2.2% (à taux de change constants). Pas tous les autres concurrents ont réussi à augmenter leur chiffre d'affaires en 2013 (à taux de change constants)

Attentes pour 2014 et planification à moyen terme 2015-2019

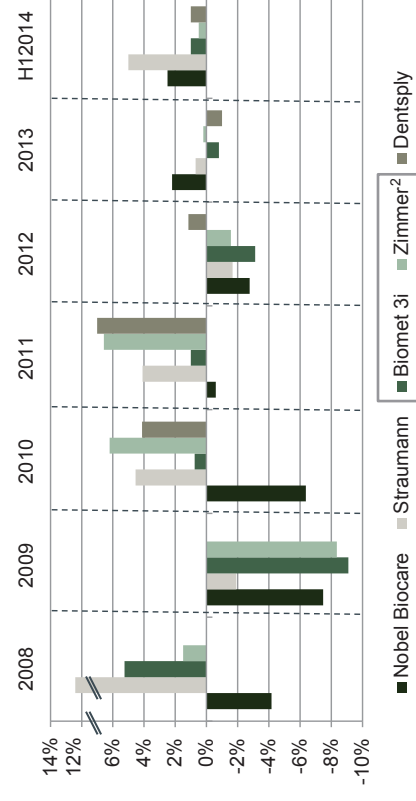
- Selon les attentes de la direction, l'entreprise pourra réaliser une croissance supérieure au marché et récupérer des parts de marché. Ses objectifs (à taux de change constants) pour 2014 sont de l'ordre de 3-4% de croissance du chiffre d'affaires et d'une marge EBIT améliorée de 1.5 à 2.0 points de pourcentage (par rapport à 12.1%¹ en 2013)
- L'entreprise vise une croissance supérieure à celle du marché pour la période des 3-5 ans après 2014 et compte améliorer sa marge EBIT de 1.0 à 1.5 points de pourcentage par an

Position sur le marché des principaux acteurs



Source : Nobel Biocare

Taux annuels de croissance du C.A. des principaux acteurs



Source : Nobel Biocare (taux de change constants)

Réflexions en matière d'évaluation

- Procédure d'évaluation
- Méthode Discounted Cash Flow
- Analyses du cours de l'action et estimations des analystes
- Analyse d'entreprises comparables
- Analyse de transactions comparables
- Analyse des primes d'offres publiques d'acquisition

Réflexions en matière d'évaluation

Procédure d'évaluation

Principes fondamentaux

- Afin d'évaluer la juste valeur des actions Nobel Biocare, la méthode de la valeur de rendement (méthode Discounted Cash Flow) a servi de méthode d'évaluation principale. Cette méthode permet de tenir compte de plusieurs facteurs spécifiques à l'entreprise
- La plausibilité des principales hypothèses du business plan, qui a servi de base, a été vérifiée grâce à des discussions spécifiques avec la direction de l'entreprise ainsi que des critères de référence de l'industrie
- De surcroît, pour plausibiliser les résultats de l'évaluation, il a été fait appel à des méthodes basées sur la valeur de marché, comprenant des multiplicateurs d'entreprises comparables ainsi que de transactions comparables
- La date de l'évaluation est le 15 septembre 2014¹

Nombre d'actions

- A la date de l'évaluation, le capital-actions de Nobel Biocare comporte 123 784 530 actions émises
- Le Groupe possède en outre deux programmes d'options pour ses collaborateurs, composés du Restricted Share Unit Plan (RSUP) et Performance Share Unit Plan (PSUP). 1 699 157 options ont été émises dans le cadre de ces programmes
- Nobel Biocare détient au 30 juin 2014 1 379 552 de ses propres actions (environ 1.1% des actions émises) pour couvrir ces programmes
- Par conséquent et en accord avec la direction, la présente valorisation d'une action prend en compte 124 104 135 actions sur une base entièrement diluée

	No. d'actions
Actions émises	123'784'530
Propres actions (Treasury Shares)	1'379'552
Actions en circulation	122'404'978
Options pour collaborateurs (RSUP+PSUP)	1'699'157
Nombre d'actions en circulation sur une base entièrement diluée	124'104'135

Méthode de la valeur de rendement

Méthode Discounted Cash Flow (DCF)

- La méthode DCF est considérée comme étant une des méthodes les plus reconnues et les plus pertinentes pour valoriser une entreprise sur la base de son rendement
- Par conséquent, la méthode DCF est utilisée comme approche de valorisation principale

Méthodes de valorisation basées sur la valeur du marché

Les Trading Multiples et Transaction Multiples sont en particulier utiles pour plausibiliser la fourchette de valeurs résultant de l'évaluation DCF

Multiplicateurs d'entreprises comparables (Trading Multiples)

- Afin de pouvoir obtenir un résultat de valorisation significatif grâce à la méthode des Trading Multiples, il faut s'assurer de la bonne comparabilité entre Nobel Biocare et les entreprises utilisées pour la comparaison. Une bonne comparabilité est assurée lorsque le modèle commercial, la concurrence, la taille, les perspectives de croissance, le profil d'opportunités et de risques, etc. des entreprises sont similaires

Multiplicateurs de transactions comparables (Transaction Multiples)

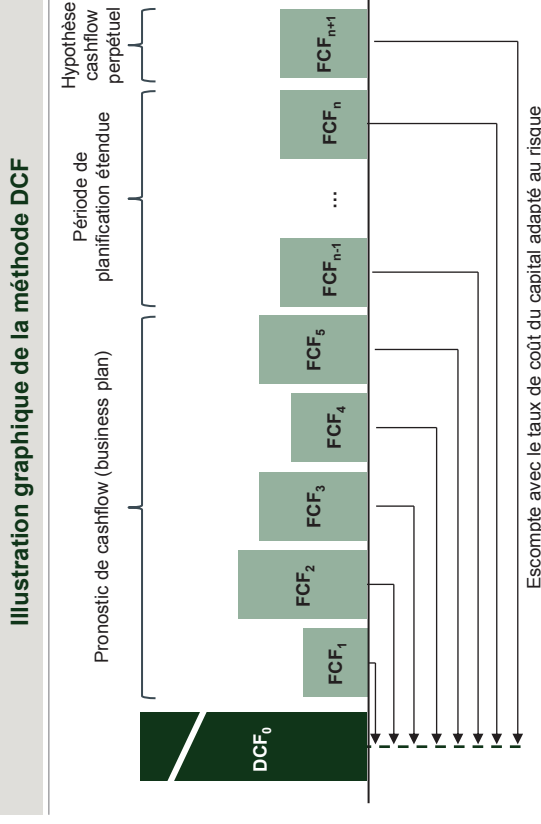
- La méthode des Transaction Multiples consiste à analyser des transactions similaires qui impliquent des entreprises présentant une bonne comparabilité avec Nobel Biocare
- Les prix payés lors de telles transactions dépendent fortement des intérêts individuels ou spécifiques des parties impliquées et représentent donc des valeurs avec un certain degré de subjectivité. Il importe donc de faire une analyse approfondie des paramètres des transactions (parts majoritaires ou minoritaires, primes stratégiques élevées en raison de synergies, avantages fiscaux, etc.)

Réflexions en matière d'évaluation

Méthode Discounted Cash Flow (1/4)

Bases théoriques

- La méthode DCF est basée sur les futurs flux de trésorerie disponibles («Free Cashflow»), avant considération des activités de financement. Il s'agit ainsi de flux de trésorerie qui sont à la disposition aussi bien des actionnaires que des bailleurs de fonds extérieurs et qui sont ensuite actualisés à la date d'évaluation en appliquant un taux de coût du capital (WACC)¹ adapté au risque, afin de tenir compte de la valeur temporelle de l'argent ainsi que du risque économique
- La méthode DCF repose essentiellement sur le budget 2014 établi par la direction ainsi que sur le business plan 2015-2019
- Pour obtenir un période étendue de planification, usuellement de 10 ans dans les exercices d'évaluation, Swiss Capital a extrapolé les années 2020-2023 (4 ans)
- En supposant la pérennité de l'entreprise au-delà de la période du business plan et de la période étendue, une hypothèse de Free Cash Flow durable à long terme est prise. Celle-ci sert à déterminer la valeur résiduelle et comprend la valeur de tous les flux de trésorerie qui suivront les périodes de planification
- La valeur réelle de l'entreprise se compose des Free Cash Flow durant la période du business plan jusqu'à 2019, durant la période de planification étendue 2020-2023 et de la valeur résiduelle, qui sont actualisés au 15 septembre 2014 avec le taux de coût du capital
- La liste ci-contre, en bas à droite, illustre le concept du calcul des Free Cash Flow en partant du bénéfice d'exploitation avant intérêts et impôts (EBIT)
- Le taux de coût du capital (WACC) décrit les coûts du capital pondérés et les exigences de rendement des bailleurs de fonds extérieurs et des actionnaires. Le coût des fonds propres est déterminé selon le Capital Asset Pricing Model («modèle CAPM»). Le WACC pour Nobel Biocare est calculé selon les hypothèses suivantes



Calcul du Free Cash Flow

Free Cashflows :

$$\begin{aligned}
 &\text{EBIT} \\
 &- \text{ Impôts ajustés sur l'EBIT (unlevered)} \\
 &= \text{NOPAT} \\
 &+ \text{ Amortissements} \\
 &- / + \text{ Investissements/ Désinvestissements dans l'actif immobilisé} \\
 &- / + \text{ Investissements/ Désinvestissements dans l'actif circulant net} \\
 &+ / - \text{ Augmentation / Diminution des provisions} \\
 &= \text{Free Cash Flows}
 \end{aligned}$$

Réflexions en matière d'évaluation

Méthode Discounted Cash Flow (2/4)

Calcul du coût moyen pondéré du capital (WACC)²

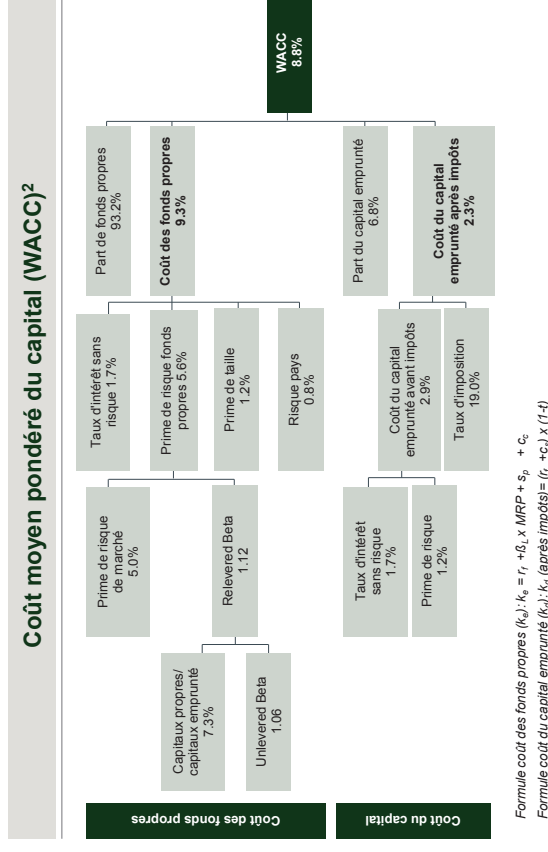
- **Taux d'intérêt sans risque** : Etant donné que Nobel Biocare réalise la plus grande partie de son chiffre d'affaires (environ 99%) hors Suisse, le taux d'intérêt sans risque a été déterminé sur la base d'une moyenne régionale¹ pondérée avec le chiffre d'affaires des emprunts d'Etat sur dix ans des monnaies dans lesquelles Nobel Biocare réalise la plus grande partie de son chiffre d'affaires (USD, EUR, JPY)
- **Prime de risque de marché** : La prime de risque de marché utilisée s'élève à 5.0%, ce qui correspond à celle principalement observée dans les bourses des pays développés selon Damodaran
- **Prime pour risque de pays** : En raison de la forte proportion du chiffre d'affaires enregistrée à l'étranger, il a été déterminé, en plus de la prime de risque de marché, une prime relative de risque de pays pondérée avec le chiffre d'affaires réalisé dans ces régions, selon Damodaran
- **Prime liée à la taille de l'entreprise** : Les rendements exigés par les investisseurs dépendent de la taille de l'entreprise. Selon Ibbotson, pour une entreprise de la taille de Nobel Biocare, une prime supplémentaire de 1.2% s'applique

- **Bêta** : Le bêta hors endettement (unlevered) a été déterminé sur la base d'entreprises cotées comparables et adapté à la structure du capital cible (levered). Un bêta « unlevered » du peer group de 1.06 a été déterminé à la date de l'évaluation (cf. annexe 2)

- **Prime de risque pour capital emprunté (spread)** : Le spread est défini par l'écart entre le taux d'intérêt sans risque déterminé et le coût réel de financement de Nobel Biocare

- **Taux d'imposition** : Selon le business plan, le taux d'imposition prévu à long terme s'élève en moyenne à 19.0%

- **Structure du capital** : La structure du capital cible de Nobel Biocare a été déterminée à partir de la structure du capital d'entreprises comparables. Celle-ci correspond à environ 93.2% de fonds propres et 6.8% de capital emprunté (cf. annexe 2)



Réflexions en matière d'évaluation Méthode Discounted Cash Flow (3/4)

Hypothèses de planification Nobel Biocare

Business plan

- Le business plan établi par la direction de Nobel Biocare a servi de base principale pour valoriser l'entreprise au 15 septembre 2014
- Ce business plan a été soumis au conseil d'administration le 6 juillet 2014 et approuvé par ce dernier (budget 2014 et planification pour les années 2015-2019)

Chiffre d'affaires

- Le taux de croissance annuel moyen (CAGR) du chiffre d'affaires pour les années de planification 2014-19 est de 6.2%

EBITDA

- La marge EBITDA s'accroît dans la même période de 17.9% à 25.9%, ce qui résulte essentiellement de la hausse du chiffre d'affaires (operating leverage), des mesures de restructuration initiées (par ex. Procera) ainsi que des gains d'efficacité (divers programmes tels que des programmes d'amélioration de la performance de l'équipe de vente)

Taux d'imposition

- Selon les prévisions de la direction, le taux d'impôt baissera légèrement du niveau actuel de l'ordre de 22.6% à 19.0% vers la fin de la période de planification (le taux d'impôt moyen en Suisse se situe actuellement autour de 17.9%)

Investissements (Capex) et D&A

- La direction prévoit des investissements de l'ordre de 3.8% du chiffre d'affaires pendant la période de planification et de 5.0% par la suite
- Les D&A (dépréciation et amortissements) s'élèvent à 4.2% du chiffre d'affaires durant la période de planification

Actif circulant net (ACN)

- L'évolution de l'ACN repose sur les estimations de la direction et corrèle avec l'évolution du chiffre d'affaires. L'évolution attendue de l'ACN correspond à environ 20% de la croissance planifiée du chiffre d'affaires

Trésorerie nette (« Net Cash »)

- Au 30 juin 2014, le Net Cash s'élevait à EUR 71.5 millions. En tenant compte des obligations de retraite à long terme d'un montant de EUR 17.7 millions, le Net Cash se réduit à EUR 53.9 millions
- Selon les informations fournies par la direction, les liquidités indispensables au financement de l'exploitation s'élèvent à CHF 25 millions (environ 4% du chiffre d'affaires)
- Il a également été tenu compte de postes du bilan assimilables à de la dette à hauteur de EUR 11.3 millions. Ces postes correspondent principalement à la sortie de fonds attendue dans le cadre de provisions constituées pour des restructurations (Procera) et des risques fiscaux non-récurrents
- Par conséquent, un Net Cash ajusté de EUR 17.6 millions au 30 juin 2014 est utilisé pour la valorisation
- Voir annexe 1 pour les détails

Aperçu synoptique des paramètres de valorisation

- Date de valorisation : 15 septembre 2014
- Net Cash ajusté : EUR 17.6 millions (au 30 juin 2014)
- Ø croissance du chiffre d'affaires 2014-19 : +6.2% (CAGR)
- Ø marge EBITDA 2014-19 : 22.5%
- Ø investissements 2014-19 : 3.8% (en % du chiffre d'affaires)
- Ø D&A 2014-19: 4.2% (en % du chiffre d'affaires)
- Ø variation ACN 2014-19 : 20% (en % de la croissance du chiffre d'affaires)
- Taux d'imposition : 19.0% (selon la direction)
- WACC 8.8% / taux de croissance perpétuelle : 2.0%
- Nombre d'actions sur une base entièrement diluée : 124 104 135

Réflexions en matière d'évaluation

Méthode Discounted Cash Flow (4/4)

Détermination de la valeur de l'entreprise de Nobel Biocare

- Pour la période extrapolée 2020-2023, la croissance du chiffre d'affaires a été ramenée graduellement à un taux de croissance perpétuelle de 2%, tandis que la marge EBITDA atteinte dans la dernière année du business plan est considérée comme restant constante
- Par ailleurs, dans le cadre de la méthode DCF, des analyses de sensibilité ont été effectuées par le biais de la variation des vecteurs essentiels de valeur (taux de croissance perpétuelle et WACC)
- Sur la base de ces hypothèses, la valeur de l'entreprise déterminée au 15 septembre 2014 s'élève à EUR 1.7 milliard (voir tableau ci-contre à droite)
- Pour déduire la valeur des fonds propres de Nobel Biocare, la position ajustée du net cash de EUR 17.6 millions a été ajoutée à la valeur de l'entreprise
- Sur la base de 124.1 millions d'actions (sur une base entièrement diluée), un taux de change EUR/CHF de 1.21 et des analyses de sensibilité des vecteurs essentiels de valeur, la valeur DCF par action de Nobel Biocare correspond au 15 septembre 2014 à CHF 15.5-18.0

Détermination de la valeur de l'entreprise de Nobel Biocare	
EUR millions	
Somme des Free Cashflows « unlevered » 2014-23 (@ 8.8% WACC)	694.1
Valeur actuelle de la valeur résiduelle (@ 2.0% taux de croissance perpétuelle)	1'002.5
= Valeur de l'entreprise (EV)	1'696.6
Net Cash ajusté (au 30 juin 2014)	17.6
= Valeur des fonds propres	1'714.2
Nombre d'actions en circulation entièrement diluées (millions)	124.1
Valeur implicite par action (EUR)	13.8
Cours de change (EUR/CHF)	1.21
Valeur implicite par action (CHF) @ 2.0% taux de croissance	16.7
Valeur implicite par action (CHF) en fonction des sensibilités	15.5 - 18.0

Sensibilités

WACC	Valeur de l'entreprise (en millions d'EUR) avec un taux de croissance perpétuelle de				
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
7.8%	1'806.6	1'898.3	2'005.9	2'133.8	2'288.4
8.3%	1'674.3	1'750.5	1'838.8	1'942.3	2'065.4
8.8%	1'559.4	1'623.3	1'696.6	1'781.6	1'881.2
9.3%	1'458.7	1'512.8	1'574.3	1'644.9	1'726.7
9.8%	1'369.6	1'415.8	1'467.9	1'527.1	1'595.1

WACC	Valeur par action (CHF) avec un taux de croissance perpétuelle de				
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
7.8%	17.7	18.6	19.7	20.9	22.4
8.3%	16.4	17.2	18.0	19.0	20.2
8.8%	15.3	15.9	16.7	17.5	18.5
9.3%	14.3	14.9	15.5	16.2	17.0
9.8%	13.5	13.9	14.4	15.0	15.7

Réflexions en matière d'évaluation

Analyses du cours de l'action et estimations des analystes

Evolution du cours de l'action et des volumes

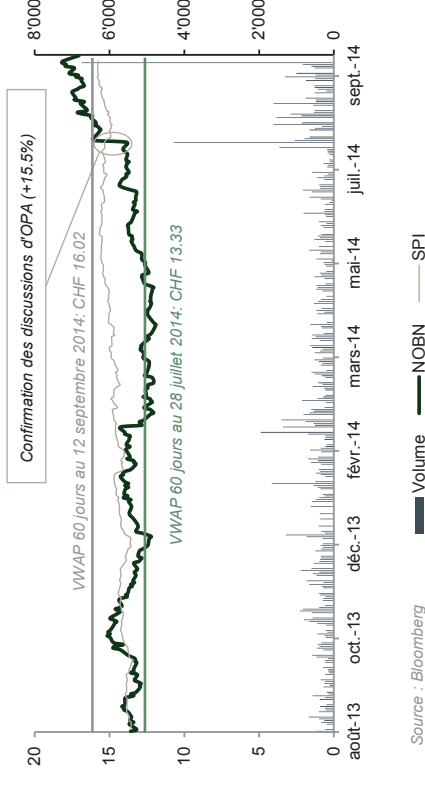
- Le graphique ci-contre montre l'évolution du cours de l'action Nobel Biocare sur les douze derniers mois (LTM). Le cours de clôture à la date du 15 septembre 2014 était de CHF 17.05
- Afin de plausibiliser la valeur déterminée pour l'action Nobel Biocare, le VWAP 60 jours a été calculé. Le VWAP 60 jours est défini comme étant le cours moyen pondéré avec les volumes de toutes les transactions boursières durant les 60 derniers jours de négociation
 - Le VWAP 60 jours non affecté par les discussions d'OPA calculé au 28 juillet 2014 (veille de la publication du communiqué de presse du 29 juillet 2014 confirmant les discussions d'OPA) était de CHF 13.33
 - Le VWAP 60 jours calculé au 12 septembre 2014 (dernier VWAP avant la date d'évaluation du 15 septembre 2014), s'élève à CHF 16.02

- La médiane mensuelle des volumes négociés par jour pendant les douze derniers mois entiers précédant le communiqué de presse correspondait au minimum à 0.27% et se situe donc nettement au-dessus de la limite de liquidité de 0.04%¹

Estimations des analystes financiers

- L'analyse des opinions des analystes financiers actuellement publiées montre une image assez hétérogène en termes de recommandation d'achat ou de vente
- Le cours cible moyen de tous les analystes se situe autour de CHF 15.5 par action
- Le cours cible moyen de tous les analystes hors valorisation de reprise se situe autour de CHF 14.8 par action

Evolution du cours de l'action et des volumes (LTM)

Aperçu synoptique des opinions des analystes financiers²

Date	Analyste	Recommandation	Cours cible	Prime de reprise
12-Sep-14	Barclays	conserver	17.2	Non
11-Sep-14	Bank am Belvue	conserver	12.7	Non
10-Sep-14	Credit Suisse	acheter	20.0	Oui
08-Sep-14	Commerzbank	conserver	13.5	Non
02-Sep-14	Bernstein	conserver	18.5	Oui
01-Sep-14	Kepler Cheuvreux	conserver	17.5	Oui
01-Sep-14	Main First	vendre	14.0	Non
29-Aug-14	Berenberg	conserver	16.6	Non
28-Aug-14	HSBC	vendre	14.4	Non
28-Aug-14	Jefferies	vendre	13.5	Non
22-Aug-14	Bank Vontobel	conserver	17.0	Non
21-Aug-14	Deutsche Bank	conserver	16.0	Non
21-Aug-14	JPMorgan	vendre	12.0	Non
21-Aug-14	Exane BNP Paribas	vendre	16.0	Non
31-Jul-14	UBS	conserver	16.0	Oui
23-Jun-14	Goldman Sachs	conserver	13.0	Oui
Ø cours cible des analystes			15.5	
Ø cours cible des analystes (hors valorisation de reprise)			14.8	

Sources : Bloomberg, communiqué de presse Nobel Biocare

1) Selon Circulaire COPA n° 2 « Liquidité au sens du droit des OPA » du 26 février 2010 2) Source : Bloomberg

Réflexions en matière d'évaluation

Analyse d'entreprises comparables

Valorisation basée sur la valeur du marché – Trading Multiples

- Etant donné que le nombre d'entreprises comparables actives uniquement dans le segment des implants dentaires ou dans celui des prothèses dentaires est limité, le périmètre d'entreprises comparables a été élargi à des concurrents cotés dans des branches similaires telles que les équipements dentaires ou les consommables médicaux
- Il a été veillé en outre que les entreprises comparables sélectionnées réalisent une part substantielle de leur chiffre d'affaires dans la médecine dentaire ou opèrent idéalement via une filiale sur le marché des implants dentaires (par exemple Zimmer)
- Les entreprises comparables ont été évaluées de surcroît avec les appréciations des analystes et diverses études de marché de sorte à pouvoir choisir les entreprises les plus appropriées en partant d'un panel assez large d'entreprises comparables potentielles
- La sélection des entreprises comparables choisies figure dans l'annexe 3

Résultat de valorisation

- La valeur de l'entreprise (EV) a été déterminée pour le panel des entreprises comparables sélectionnées en fonction de la capitalisation boursière actuelle et de la position Net Cash / Net Debt respective
- Cette valeur a été mise en rapport avec l'estimation du consensus d'EBITDA 2014 de chaque entreprise comparable (I/B/E/S Consensus)
- La moyenne du groupe de ces multiples d'EBITDA (14.8x) a été appliquée à l'EBITDA 2014 de Nobel Biocare et a donné pour résultat une valeur de l'entreprise (EV) de EUR 1.5 milliard pour Nobel Biocare. Pour calculer la fourchette de valeurs, la valeur par action a été augmentée de 10% (limite supérieure) et diminuée de 10% (limite inférieure). La fourchette de valeurs calculée à l'aide des Trading Multiples correspond ainsi à CHF 13.3-16.2

Détermination de la valeur de l'action avec le multiple EBITDA 2014

EUR millions	2014
EBITDA	101.6
EBITDA Multiple	14.8x
= Valeur de l'entreprise (EV)	1'501.5
Net Cash ajusté (au 30 juin 2014)	17.6
= Valeur des fonds propres	1'519.0
Nombre d'actions en circulation entièrement diluées (millions)	124.1
Valeur implicite par action (EUR)	12.2
Cours de change (EUR/CHF)	1.21
Valeur implicite par action (CHF)	14.8
Valeur implicite par action +/- 10% (CHF)	13.3 - 16.2

Réflexions en matière d'évaluation

Analyse de transactions comparables

Valorisation basée sur la valeur du marché – Transaction Multiples

- Pour les Transaction Multiples, des transactions adéquates dans la branche des implants dentaires et de la technologie médicale ont été analysées sur la période allant de 1998 à 2014
- Des transactions pour lesquelles les détails n'ont pas été publiés ont été ignorées
- L'aperçu détaillé des transactions analysées figure dans l'annexe 4

Résultat de valorisation

- Les détails des transactions comparables sélectionnées ont été analysés. Contrairement à la méthode des Trading Multiples, du fait du nombre plus élevé des transactions, la médiane de tous les multiples EBITDA a été choisie (14.5x) et appliquée à l'EBITDA 2013 de Nobel Biocare (EUR 91.3 millions)
- Cette méthode aboutit à une valeur de l'entreprise de Nobel Biocare de EUR 1.3 milliard. Pour calculer la fourchette de valeurs, la valeur par action a été augmentée de 10% (limite supérieure) et diminuée de 10% (limite inférieure). La fourchette de valeurs calculée à l'aide des Transaction Multiples correspond ainsi à CHF 11.7-14.3
- La méthode des Transaction Multiples utilise un EBITDA historique (ici 2013), étant donné que les Transaction Multiples sont également calculés sur la base de valeurs historiques

Détermination de la valeur de l'action avec le multiple EBITDA 2013	
EUR millions	2013
EBITDA	91.3
EBITDA Multiple	14.5x
= Valeur de l'entreprise (EV)	1'323.2
Net Cash ajusté (au 30 juin 2014)	17.6
= Valeur des fonds propres	1'340.8
Nombre d'actions en circulation entièrement diluées (millions)	124.1
Valeur implicite par action (EUR)	10.8
Cours de change (EUR/CHF)	1.21
Valeur implicite par action (CHF)	13.0
Valeur implicite par action +/- 10% (CHF)	11.7 - 14.3

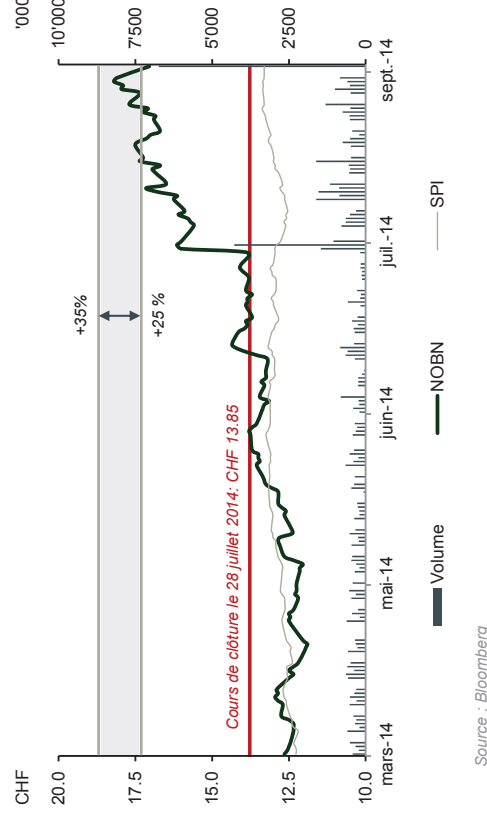
Réflexions en matière d'évaluation

Analyse des primes d'offres publiques d'acquisition

Analyse des primes payées pour des OPA en Suisse

- Toute offre public d'achat inclue dans une large mesure des intérêts subjectifs. Dans certains cas, les acquéreurs potentiels sont prêts à payer des primes de contrôle substantielles
- Ceci est particulièrement le cas lors de luttes d'acquisition avec offres concurrentes où il y a une surenchère entre les acheteurs potentiels, aboutissant à des primes plus élevées
- Un autre aspect important à considérer est la question si un acheteur détient déjà une large majorité du capital-actions de l'entreprise cible. Dans ce cas, ce dernier sera moins enclin à payer une prime en dessus du cours de l'action
- Pour sélectionner les transactions publiques comparables, les critères suivants ont été utilisés (la liste figure dans l'annexe 5) :
 - Prise en compte de transactions à partir du 1er janvier 2006
 - L'entreprise cible est / a été cotée à la bourse suisse SIX
 - Les entreprises purement immobilières ont été ignorées
 - La valeur de la transaction s'élève au moins à CHF 100 millions.
 - Considération d'offres amicales, neutres, hostiles ainsi que celles mettant différents acheteurs potentiels en concurrence
 - Offres au comptant (cash) et/ou contre actions
- Les primes moyennes payées depuis 2006, comparées au cours de l'action quatre semaines avant l'annonce respective de l'offre publique d'acquisition, correspondent à 29%, et, comparées au VWAP 60 jours le jour précédant l'annonce respective de l'offre publique d'acquisition, à 30%
- En appliquant une prime moyenne de 25-35% au cours de clôture de l'action Nobel Biocare non affecté par les discussions d'OPA de CHF 13.85 au 28 juillet 2014 (veille de la publication du communiqué de presse du 29 juillet 2014 confirmant les discussions d'OPA), la fourchette de valeurs qui en résulte correspond à CHF 17.3-18.7

Application d'une prime moyenne de 25-35%¹



Source : Bloomberg

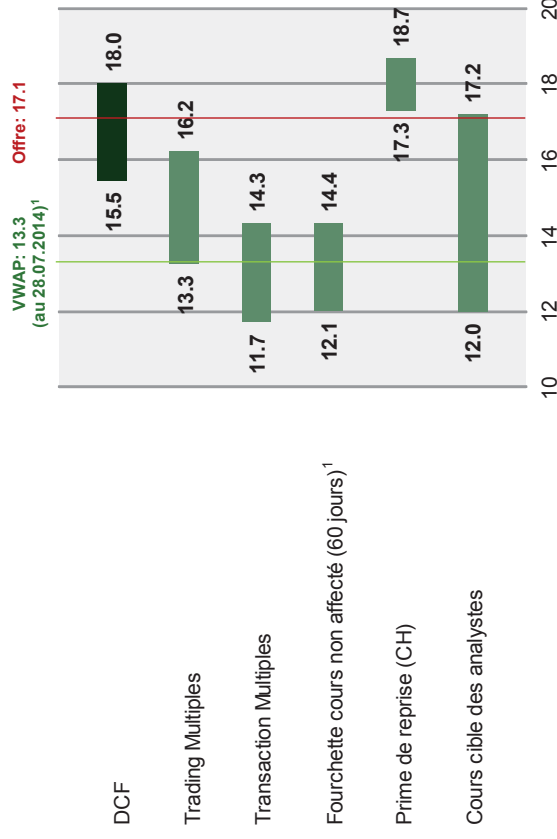
Evaluation globale

Evaluation globale Fairness Opinion

Résultats de la Fairness Opinion

- Le graphique à droite résume les résultats des analyses de valorisation. La méthode DCF a été la méthode de valorisation principalement utilisée tandis que les Trading Multiples, Transaction Multiples, VWAP, les primes payées en Suisse et les estimations d'analystes ont servi surtout à plausibiliser les résultats
- En se basant sur la méthode DCF, la fourchette de valeurs obtenue pour une action de Nobel Biocare correspond à CHF 15.5-18.0
- La valorisation en utilisant les Trading Multiples sur la base de l'EBITDA 2014 conduit à une fourchette de valeurs de CHF 13.3-16.2
- La valeur obtenue moyennant l'analyse des Transaction Multiples correspond à CHF 11.7-14.3. Ce résultat s'explique notamment par l'EBITDA 2013 relativement faible de Nobel Biocare
- La fourchette de 60 jours (min/max), s'étalant du 2 mai 2014 au 28 juillet 2014¹, du cours de l'action Nobel Biocare non affecté par les discussions d'OPA correspond à CHF 12.1-14.4. Le VWAP 60 jours correspondant, au 28 juillet 2014, s'élève à CHF 13.33
- L'offre de Danaher de CHF 17.1 par action de Nobel Biocare correspond à une prime de 6.7% par rapport au VWAP 60 jours de CHF 16.02 au 12 septembre 2014 respectivement à une prime de 23.5% par rapport au cours de clôture non affecté par les discussions d'OPA de CHF 13.85 le 28 juillet 2014¹
- En tenant compte des primes historiques payées en Suisse de l'ordre de 25%-35%, appliquées au cours de clôture non affecté par les discussions d'OPA de CHF 13.85 le 28 juillet 2014¹, la fourchette de valeurs obtenue correspond à CHF 17.3-18.7
- En excluant les analystes qui ont explicitement intégré une valorisation de reprise dans leurs cours cible, la fourchette des cours cibles est de CHF 12.0-17.2
- La présente Fairness Opinion a été établie avec le 15 septembre 2014 comme date d'évaluation

Aperçu synoptique de la détermination de la valeur par action (CHF)



En se basant sur la fourchette de valeurs de CHF 15.5-18.0 par action obtenue avec la méthode DCF, l'offre publique d'acquisition de CHF 17.1 par action faite par Danaher aux actionnaires de Nobel Biocare est considérée comme juste et équitable d'un point de vue financier

Kurt Rüegg
Kurt Rüegg
Senior Partner

Martin Menzi
Martin Menzi
Senior Partner

Annexe

- Annexe 1 : Calcul du Net Cash ajusté
- Annexe 2 : Analyse des bêtas et calcul du WACC
- Annexe 3 : Multiples de sociétés cotées comparables
- Annexe 4 : Multiples de transactions comparables
- Annexe 5 : Analyse des primes d'offres publiques d'acquisition
- Annexe 6 : Liste des abréviations

Annexe 1

Calcul du Net Cash ajusté

EUR Mio.	30. Juin 2014
Obligation convertible	-101.1
Autres dettes financières	-4.2
Obligations caisses de pension	-17.7
Liquidités	172.7
Autres actifs financiers	4.1
Net Cash	53.9
Liquidités nécessaires à l'exploitation	-25.0
Net Cash hors liquidités d'exploitation	28.9
Eléments assimilables à de la dette	-11.3
Net Cash ajusté y compris positions du bilan assimilables à de la dette	17.6

Annexe 2

Analyse des bêtas et calcul du WACC (1/2)

WACC

- Le WACC décrit le rendement pondéré exigé par les bailleurs de fonds extérieurs et les actionnaires. Le coût des fonds propres est déterminé selon le Capital Asset Pricing Model (CAPM). Le coût du capital emprunté a été ajusté en fonction du taux d'imposition planifié de 19%. Le bêta pour Nobel Biocare correspond au bêta de deux ans au 28 juillet 2014 (dernier jour de bourse avant le communiqué de presse du 29 juillet 2014)

Entreprises comparables	Levered Beta ¹	Taux marginal d'imposition	CE (Mio. dev. loc.)	Valeur FP (Mio. dev. loc.)	CE/FP	Unlevered Beta ²	Rendement levered	Rendement unlevered ³
Nobel Biocare	1.39	17.9%	122.4	2'110.5	5.8%	1.33	8.6%	8.3%
Straumann	0.99	17.9%	203.6	3'500.6	5.8%	0.94	6.6%	6.4%
Dentsply	0.87	40.0%	1'367.2	6'616.8	20.7%	0.77	6.0%	5.6%
Sirona	0.69	40.0%	79.5	4'492.9	1.8%	0.68	5.1%	5.1%
Align	1.70	40.0%	0.0	4'352.3	0.0%	1.70	10.2%	10.2%
Zimmer	0.96	40.0%	1'687.4	17'663.6	9.6%	0.91	6.5%	6.2%
Moyenne	1.10	32.6%			7.3%	1.06	7.2%	7.0%

Hypothèses macroéconomiques	Coût FP levered ⁴			
	CE/FP	0.96	1.01	Unlevered Betas
Taux d'intérêt sans risque	2.3%	8.5%	8.8%	9.0%
Prime de risque de marché	4.8%	8.6%	8.9%	9.2%
Prime de taille	7.3%	8.7%	9.0%	9.3%
Prime de risque pays	9.8%	8.8%	9.1%	9.4%
Rendement de marché estimé	12.3%	8.9%	9.2%	9.5%

Structure de capital		WACC ⁵			
Capital emp. (CE)/ capital total	Fonds pro. (FP)/ capital total	CE/FP	0.96	1.01	Unlevered Betas
2.2%	97.8%	2.3%	8.4%	8.7%	8.9%
4.5%	95.5%	4.8%	8.4%	8.6%	8.9%
6.8%	93.2%	7.3%	8.4%	8.6%	8.8%
8.9%	91.1%	9.8%	8.4%	8.6%	8.9%
10.9%	89.1%	12.3%	8.4%	8.6%	8.8%

1) Source: Bloomberg, 15 septembre 2014

2) Unlevered Beta = (Levered Beta / (1 + ((1 - taux d'imposition) * CE/FP))). Hypothèse: bêta du CE = 0.0

3) Rendements unlevered = (taux sans risque évalué pour le futur + (Unlevered Beta * prime de risque de marché)) 4) Coûts FP levered = (taux sans risque estimé pour le futur + (Levered Beta * prime de risque de marché))

5) WACC = ((CE/capital total * (coûts CE * (1 - taux d'imposition))) + ((FP/capital total * coûts levered des FP)))

Annexe 2

Analyse des bêtas et calcul du WACC (2/2)

Composantes WACC	Explication	Source
Taux d'intérêt sans risque (r_f)	1.7% Moyenne régionale pondérée avec le chiffre d'affaires des emprunts d'Etat sur dix ans des monnaies dans lesquelles Nobel Biocare réalise la plus grande partie de son chiffre d'affaires (USD, EUR, JPY)	Rendement actuel des emprunts d'Etat à 10 ans (USD, EUR, JPY), Bloomberg (15 septembre 2014)
Prime de risque de marché (MRP)	5.0% La MRP exprime la différence entre le rendement du marché et le taux sans risque des obligations souveraines sur une période significative	Damodaran : "Equity Risk Premiums (ERP) - Determinants, Estimation and Implications" (2014)
Prime de risque pays (c_c)	0.8% Prime de risque relative par pays pondérée en fonction du chiffre d'affaires	Damodaran: "Country Default Spreads and Risk Premiums" (2014)
Prime de taille de l'entreprise (s_p)	1.2% Des études empiriques ont montré que les investisseurs demandaient des primes de risques différentes selon la taille de l'entreprise pour compenser son risque implicite	Ibbotson (2012)
Bêta (unlevered)	1.06 Formule: $\beta_U = \beta_L / [1 + ((D / E) \times (1-t))]$	Bloomberg
Bêta (levered)	1.12 Formule: $\beta_L = \beta_U \times [1 + ((D / E) \times (1-t))]$	Bloomberg
Coût des fonds propres		
Taux d'intérêt sans risque (r_f)	1.7% Moyenne régionale pondérée avec le chiffre d'affaires des emprunts d'Etat sur dix ans des monnaies dans lesquelles Nobel Biocare réalise la plus grande partie de son chiffre d'affaires (USD, EUR, JPY)	Rendement actuel des emprunts d'Etat à 10 ans (USD, EUR, JPY), Bloomberg (15 septembre 2014)
Spread (c_s)	1.2% Le spread correspond à la différence entre le taux d'intérêt sans risque et les coûts effectifs de financement de Nobel Biocare	Informations de l'entreprise
Ø Taux d'imposition (t)	19.0% Taux marginal d'imposition à long terme	Selon entretiens avec la direction
Coût du capital emprunté (après impôts)	2.3% Formule: $k_d = (r_f + c_s) \times (1-t)$	
Fonds propres	93.2% Structure de capital cible de sociétés comparables	Bloomberg (15 septembre 2014)
Capital emprunté	6.8% Structure de capital cible de sociétés comparables	Bloomberg (15 septembre 2014)
WACC	8.8%	

Annexe 3

Multiples de sociétés cotées comparables

Entreprise	Devise locale	Perform. de l'action (52 s)	Capitalisation boursière (CHF Mio)	Dettes financières nettes (CHF Mio)	EV (CHF Mio)	Valeur de l'entreprise divisée par						
						Chiffre d'affaires			EBITDA			
						2014	2015	2016	2014	2015	2016	2016
Nobel Biocare	CH	22.0%	2'110.5	(89.4)	2'021.1	2.9x	2.8x	2.6x	16.4x	14.4x	13.1x	22.3x
Straumann	CH	25.4%	3'500.6	(135.8)	3'364.7	4.9x	4.1x	3.7x	19.9x	15.5x	13.5x	24.3x
Dentsply	US	5.8%	6'191.0	1'216.6	7'408.8	2.6x	2.6x	2.5x	12.7x	11.9x	10.8x	15.7x
Sirona	US	18.1%	4'203.8	(203.5)	4'002.7	3.6x	3.3x	3.1x	13.0x	11.7x	NA	16.4x
Align	US	15.1%	4'072.3	(470.3)	3'601.9	5.0x	4.4x	3.9x	18.6x	16.3x	14.0x	20.3x
Zimmer	US	27.7%	16'527.0	(9.9)	16'518.9	3.7x	3.6x	3.5x	9.7x	9.3x	8.5x	12.2x
Max*						5.0x	4.4x	3.9x	19.9x	16.3x	14.0x	24.3x
Moyenne*						4.0x	3.6x	3.3x	14.8x	12.9x	11.7x	17.8x
Médiane*						3.7x	3.6x	3.5x	13.0x	11.9x	12.2x	16.4x
Min*						2.6x	2.6x	2.5x	9.7x	9.3x	8.5x	12.2x

*hors Nobel Biocare

Entreprise	Croissance du CA (vs année préc.)				Marge EBITDA				Marge EBIT			
	2014	2015	2016	2016	2014	2015	2016	2016	2014	2015	2016	2016
	2014	2015	2016	2016	2014	2015	2016	2016	2014	2015	2016	2016
Nobel Biocare	0.6%	5.0%	5.4%	17.8%	19.3%	20.2%	13.1%	14.9%	16.2%			
Straumann	1.8%	17.9%	10.3%	24.4%	26.6%	27.6%	20.0%	21.5%	22.7%			
Dentsply	1.7%	3.3%	4.1%	20.8%	21.4%	22.7%	16.8%	17.5%	18.6%			
Sirona	6.2%	8.8%	7.1%	27.4%	27.9%	29.0%	21.7%	22.4%	21.7%			
Align	15.5%	13.6%	13.9%	27.2%	27.3%	27.9%	24.9%	25.4%	26.1%			
Zimmer	2.2%	3.8%	3.6%	38.6%	38.9%	40.7%	30.6%	31.1%	31.5%			
Max*	15.5%	17.9%	13.9%	38.6%	38.9%	40.7%	30.6%	31.1%	31.5%			
Moyenne*	5.5%	9.5%	7.8%	27.7%	28.4%	29.6%	22.8%	23.6%	24.1%			
Médiane*	2.2%	8.8%	7.1%	27.2%	27.3%	27.9%	21.7%	22.4%	22.7%			
Min*	1.7%	3.3%	3.6%	20.8%	21.4%	22.7%	16.8%	17.5%	18.6%			

*hors Nobel Biocare

Annexe 4

Multiples de transactions comparables

Date	Société cible	Repreneur	Valeur de l'entreprise (EV) millions d'euros	Chiffre affaires société cible	EV/CA	EV/ EBITDA	Description société cible
26.02.2014	MDH AG Mamisch Dental Health	Lifco Dental International AB	150	45	3.3x	7.5x	MDH AG Mamisch Dental Health est une société allemande qui produit des implants dentaires en Allemagne et en Chine
26.11.2013	BioHorizons, Inc. (60% Stake)	Henry Schein, Inc.	186	87	2.1x	n.a.	BioHorizons, Inc. est une société américaine dont le siège est à Birmingham, Alabama. Elle fabrique des équipements et des produits dentaires
04.04.2013	Heraeus Dental	Mitsui Chemicals Inc	450	354	1.3x	n.a.	Heraeus Dental est une société allemande spécialisée dans l'esthétique et la protection dentaire, les prothèses, la parodontologie et la dentisterie numérique
04.12.2012	Young Innovations Incorporated	Linden LLC	227	82	2.8x	10.4x	Young Innovations Incorporated est une société américaine engagée dans le développement, la production et la commercialisation de fournitures et équipements pour les dentistes
16.05.2012	Neodent (49% Stake)	Straumann Holding AG	444	69	6.3x	12.9x	Neodent est une société brésilienne qui produit des implants dentaires et des composants de prothèses, principalement active sur le segment « value »
22.06.2011	Astra Tech AB	DENTSPLY International	1254	400	3.4x	17.1x	Basée en Suède, Astra Tech AB développe et produit des appareils médicaux à usage unique et des implants
26.04.2011	EDP European Dental Partners Holding GmbH	Lifco AB	257	120	2.1x	16.8x	EDP European Dental Partners Holding GmbH est une société allemande engagée dans la conception, la production et la distribution d'équipements dentaires
29.03.2011	Cadent, Inc.	Align Technology, Inc.	135	28	4.8x	n.a.	Cadent, Inc., est une société américaine qui fournit des solutions de scanning numérique en 3D pour l'orthodontie et les soins dentaires
18.11.2010	Implant Direct LLC (75% Stake)	Sybron Dental Specialties Inc	220	44	5.0x	n.a.	Implant Direct LLC, est une société américaine engagée dans la production de produits pour implants dentaires
13.10.2009	PaloDEX Group Oy	Danaher Corporation	276	77	3.6x	20.3x	PaloDEX Group Oy est une société finlandaise qui conçoit et produit des produits d'imagerie dentaire (radios) pour les dentistes
11.11.2008	BioCad Medical Inc.	Nobel Biocare Holding AG	194	69	2.8x	14.5x	BioCad Medical Inc. est un fabricant canadien de prothèses médicales dont le siège est au Québec
15.01.2008	Lifecore Biomedical Inc	SBT Acquisition Inc	131	51	2.8x	14.5x	Lifecore Biomedical Inc est un fabricant américain de systèmes d'implants dentaires
12.04.2006	Sybron Dental Specialties Inc	Danaher Corporation	1738	541	3.2x	14.5x	Sybron Dental Specialties Inc est une société américaine qui conçoit, fabrique et commercialise des produits dentaires, des implants dentaires et des produits de prévention des infections
26.09.2005	Sirona Dental Systems, Inc.	Schick Technologies, Inc.	1213	320	3.8x	19.8x	Sirona Dental Systems GmbH est une société allemande qui fabrique des équipements et des technologies dentaires
02.05.2005	Sirona Dental Systems, Inc.	Madison Dearborn; Beecken Petty O' Keefe	800	320	2.5x	13.1x	Sirona Dental Systems GmbH est un fabricant allemand d'équipements pour cabinets, laboratoires et cliniques dentaires
29.03.2004	Kaltenbach & Voigt GmbH	Danaher Corporation	350	450	0.8x	n.a.	Kaltenbach & Voigt GmbH (KaVo), basée en Allemagne, conçoit, fabrique et commercialise des équipements dentaires
10.11.2003	Sirona Dental Systems, Inc.	EQT Partners AB	418	284	1.5x	n.a.	Sirona Dental Systems GmbH est un fabricant allemand d'équipements dentaires
28.12.2000	Frident GmbH	Dentsply International Inc	106	44	2.4x	n.a.	Frident GmbH est un fabricant allemand d'implants dentaires
02.11.2000	Core Vent Corporation/ Paragon Implant Company	Centerpulse AG	116	33	3.3x	n.a.	Core Vent Corporation/ Paragon Implant Company est un fournisseur de services et de produits médicaux
30.08.1999	3i Implant Innovations Inc	Biomet, Inc.	167	60	2.5x	17.0x	3i Implant Innovations Inc est un fournisseur américain d'implants dentaires
29.06.1998	Steri-Oss Inc	Nobel Biocare Holding AG	110	35	3.2x	n.a.	Steri-Oss est une société américaine de produits dentaires
					3.0x 2.8x	14.9x 14.5x	
				Moyenne			
				Médiane			

Annexe 5

Analyse des primes d'offres publiques d'acquisition depuis le 1^{er} janvier 2006

Annonce	Société cible	Repreneur	Offre	Valeur de la transaction (CHF millions)	Prime (4 semaines avant annonce)	Prime (en fonction du VWAP à 60 jours)
07-Jul-14	Nationale Suisse	Helvetia Holding AG	actions/cash	1'974	33%	33%
16-May-14	PubliGroupe SA	Swisscom AG	cash	486	71%	73%
27-Nov-13	Tornos Holding AG (66.68% Stake)	Waller Fust (Private Investor)	cash	101	4%	4%
02-Oct-13	Acino Holding AG	Avista Capital & Nordic Capital	cash	522	57%	54%
05-Aug-13	Società Elettrica Sopraceneraina SA	SES Holding SA	cash	164	N/A	2%
04-Jul-13	Schmolz + Bickenbach AG	Venetos Holding AG	cash	1'483	0%	0%
31-Jul-12	Bank Sarasin & Cie AG	Grupo Safra SA	cash	699	1%	3%
12-Dec-11	Newave Energy Hldg SA	ABB Ltd	cash	175	40%	36%
08-Nov-11	Uster Technologies AG	Toyota Industries Corp.	cash	372	7%	12%
20-Jun-11	EGL AG	Apo Holding AG	cash	2'244	0%	21%
17-May-11	Edipresse SA	Lamunière SA	actions/cash	2'378	N/A	N/A
26-Apr-11	Absolute Private Equity AG	HarbourVest Acquisition GmbH	cash	796	2%	6%
11-Apr-11	Schulthess Group AG	NIBE Industrier AB	actions/cash	629	20%	24%
17-Jan-11	Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen	cash	267	4%	7%
06-Dec-10	Winterthur Technologie AG	3M (Schweiz) AG	cash	364	15%	23%
22-Sep-10	Neue Aergauer Bank AG	Credit Suisse Group AG	cash	2'681	N/A	24%
28-Jul-10	Day Software Holding AG	Adobe Systems Inc	cash	214	75%	59%
05-Apr-09	Quadrant AG	Aquamit BV	cash	237	0%	58%
15-Sep-08	Ciba Specialty Chemicals	BASF SE	cash	3'453	59%	64%
26-Aug-08	sia Abrasives Holding AG	Robert Bosch GmbH	cash	385	21%	17%
09-Jul-08	Speedel Holding AG	Novartis AG	cash	511	74%	80%
12-Dec-07	Von Roll Holding AG	Famille von Finck	cash	1'567	0%	0%
10-Dec-07	SEZ Holding Ltd	Lam Research Corp	cash	639	55%	54%
07-Aug-07	Unilabs SA	Caplo AB	cash	747	94%	30%
05-Mar-07	Gelaz Romang SA	CRH PLC	cash	459	22%	25%
26-Feb-07	Converium Holding AG	SCOR	actions/cash	2'664	25%	16%
19-Dec-06	SIG Holding AG	Rank Group Ltd	cash	2'828	19%	52%
05-Jan-07	Serono International SA	Merck KGaA	cash	21'931	28%	31%
07-Dec-06	Bank Linth	Liechtensteinische Landesbank	cash	270	10%	31%
06-Sep-06	Saurer AG	OC Oerlikon AG	cash	1'964	49%	36%
22-Aug-06	Aglie Chamillies SA	Georg Fischer AG	actions/cash	733	12%	14%
31-Jan-06	Amazys Holding AG	X-Rite Inc	cash	257	39%	38%
				Moyenne	29%	30%
				Médiane	21%	25%

Remarques :

- L'entreprise cible est / a été cotée à la bourse suisse SIX
- La valeur de la transaction¹ s'élève au minimum à CHF 100 millions
- Considération d'offres amicales, neutres, hostiles ainsi que celles mettant différents acheteurs potentiels en concurrence
- Les entreprises purement immobilières ont été ignorées
- Offres au comptant et/ou contre actions

Annexe 6

Liste des abréviations

▪ 1S	1 ^{er} semestre	▪ EUR	Euro
▪ ABT	Alpha-Bio Tec	▪ EV	Enterprise Value (valeur de l'entreprise)
▪ ACN	Actif circulant net	▪ FCF	Free cashflow (flux de trésorerie disponible)
▪ APAC	Asia, Pacific	▪ FK	Capital emprunté
▪ C.A.	Chiffre d'affaires	▪ FP	Fonds propres
▪ CAGR	Taux de croissance annuel composé (Compound Annual Growth Rate)	▪ FX	Foreign exchange rates (taux de change)
▪ Capex	Investissements (angl. capital expenditures)	▪ JPY	Yen japonais
▪ CAPM	Capital Asset Pricing Model	▪ LATAM	Amérique latine
▪ CF	Cashflow	▪ LTM	Last twelve months (douze derniers mois)
▪ cf.	confer	▪ Mio.	millions
▪ CHF	Franc suisse	▪ N/A	Non applicable, n.a.
▪ COPA	Comité (suisse) des OPA	▪ NOBN	Symbole de l'action Nobel Biocare
▪ CE	Capital emprunté	▪ OPA	Offre publique d'acquisition
▪ DCF	Discounted Cashflow	▪ p.a.	per annum
▪ E	Estimates (pronostic)	▪ SA	Société anonyme
▪ EBIT	Earnings Before Interest and Taxes	▪ SIX	SIX Swiss Exchange
▪ EBITDA	(Bénéfice d'exploitation avant intérêts et impôts)	▪ TV	Terminal Value (valeur résiduelle)
▪ EME	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Bénéfice d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissements)	▪ USD	US Dollar
▪ EMEA	Europe, Middle East and Africa	▪ VWAP	Volume Weighted Average Price (prix moyen pondéré par les volumes)
		▪ WACC	Weighted Average Cost of Capital (coût moyen pondéré du capital)

Coordonnées

Kurt Rüegg
Senior Partner

E kruegg@n1swisscap.com
T +41 44 226 52 32
F +41 44 226 53 70
M +41 79 401 92 53

Martin Menzi
Senior Partner

E menzi@n1swisscap.com
T +41 44 226 52 54
F +41 44 226 53 70
M +41 76 320 72 21

N+1 Swiss Capital SA
Talacker 41
Case postale 2865
8022 Zurich
Suisse

T +41 44 226 52 52
F +41 44 226 52 53

www.n1swisscap.com