



J. SAFRA SARASIN



Sustainable Swiss Private Banking since 1841



Source: Swisslog

Expertise

pour juger de l'équité financière de

Swisslog Holding AG, Buchs (« Swisslog »)

relative à l'offre publique d'achat de Kuka Aktiengesellschaft, Augsburg, Allemagne (« Kuka ») du 6 octobre 2014

Table des matières

1. Chapitre 1 – Introduction	4
1.1. Situation initiale	4
1.2. Mandat du conseil d'administration de Swisslog à la Banque J. Safra Sarasin SA (« BJSS »)	5
2. Chapitre 2 – Bases d'appréciation	6
3. Chapitre 3 – Swisslog	8
3.1. Aperçu	8
3.2. Warehouse & Distribution Solutions (« WDS »)	9
3.3. Healthcare Solutions (« HCS »)	11
3.4. Stratégie	13
3.5. Indicateurs financiers historiques	13
3.6. Environnement de marché pour la division WDS	15
3.7. Environnement de marché pour la division HCS	16
4. Chapitre 4 – Analyses d'évaluation	19
4.1. Méthode Discounted Cash Flow	24
4.2. Valorisation sur la base de sociétés cotées similaires (Compco)	28
4.3. Valorisation sur la base de transactions comparables (Compac)	31
4.4. Analyse des primes payées sur le marché des capitaux en Suisse (analyse des primes)	32
4.5. Résumé des résultats d'évaluation	35
5. Chapitre 5 – Résultat de l'expertise	37
Annexes	38
Annexe 1 : Multiples de sociétés comparables (Compco)	38
Annexe 2 : Multiples de transactions comparables (Compac)	39
Annexe 3 : Analyse de primes	40
Annexe 4 : Bêtas de sociétés cotées comparables	41

Liste des illustrations et tableaux

Illustration 1 : Structure organisationnelle	9
Illustration 2 : Chiffres d'affaires WDS 2013 par domaines d'activité et régions.....	10
Illustration 3 : Chiffres d'affaires HCS 2013 par domaines d'activité et régions	12
Illustration 4 : Aperçu de la sensibilité	27
Illustration 5 : Résumé des résultats d'évaluation.....	35
Tableau 1 : Indicateurs de la division WDS.....	10
Tableau 2 : Indicateurs de la division HCS.....	11
Tableau 3 : Aperçu des résultats financiers du groupe, exercices 2012–2013 (en millions de CHF)	14
Tableau 4 : Aperçu des résultats financiers, premier semestre 2013–2014 (en millions de CHF).....	15
Tableau 5 : Synoptique du coût global du capital.....	27
Tableau 6 : Synoptique des sociétés comparables	30
Tableau 7 : Transactions comparables.....	32
Tableau 8 : Acquisition de participations Swisslog soumises à l'obligation de déclarer	34

Liste des abréviations / Glossaire

ADMS	Systèmes automatisés de gestion de médicaments (« Automated Drug Management Systems »)
AMTS	Systèmes automatisés de transport de matériel (« Automated Material Transport Systems »)
Analyse Compac	Méthode d'évaluation basée sur une comparaison avec des transactions comparables
Analyse Compco	Méthode d'évaluation basée sur une comparaison avec des sociétés cotées comparables
Bêta	Facteur de risque relatif aux fonds propres
BJSS	Banque J. Safra Sarasin SA
CAGR	Compound Annual Growth Rate, croissance annuelle moyenne pendant un certain temps (moyenne géométrique)
COPA	Commission des OPA
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Résultat d'exploitation avant charges d'intérêts et impôts
EBITDA	Résultat d'exploitation avant charges d'intérêts, impôts et amortissements
EMEA	Europe, Moyen-Orient et Afrique (« Europe, Middle East & Africa »)
ETP	Équivalent Temps Plein (« Full-Time Equivalents »)
Facteurs générateurs de valeur	Paramètre d'estimation qui a une influence prépondérante sur le résultat de l'évaluation DCF
FCF	Free Cash Flow (avant intérêts sur capitaux étrangers); utilisé comme excédent financier dans l'évaluation DCF
HCS	Division Santé de Swisslog « Healthcare Solutions »
Kuka	Société anonyme Kuka Aktiengesellschaft, 86165 Augsburg (Allemagne) ou la société anonyme Kuka Aktiengesellschaft y compris ses filiales (Groupe)
LTM	Last twelve months (résultat basé sur les données financières publiées des derniers 12 mois)
OPA	Offres publiques d'acquisition
p.a.	par an (« per annum »)
Société cible	Société qui fait l'objet d'une offre de reprise par un acheteur
STSC	Système de transport sans conducteur
Swisslog	Swisslog Holding AG, CH-5033-Buchs ou la société anonyme Swisslog Holding AG y compris ses filiales (Groupe)
Valeur d'entreprise brute	Valeur d'une société avant déduction des fonds étrangers portant intérêts (le cas échéant apurée de la liquidité excédentaire)
Valeur d'entreprise nette	Valeur d'une société après déduction des fonds étrangers portant intérêts ; correspond à la valeur des fonds propres
Valeur résiduelle	Valeur de l'entreprise à la fin de la période de planification

Value Driver	Paramètre d'estimation qui a une influence prépondérante sur le résultat de l'évaluation
WACC	Weighted Average Cost of Capital (coût pondéré des capitaux totaux comprenant les coûts des fonds propres et étrangers)
WDS	Division Swisslog « Warehouse & Distribution Solutions »

Chapitre 1 – Introduction



1.1. Situation initiale

Swisslog est une société cotée au SIX Swiss Exchange avec une capitalisation boursière de CHF 320.2 millions au 19 septembre 2014. Swisslog est un fournisseur mondial de solutions d'automatisation pour la logistique hospitalière d'une part et les centres de stockage et de distribution d'autre part. Swisslog et ses filiales totalisent un effectif de 2200 collaborateurs environ dans le monde. La société compte des clients dans plus de 50 pays. L'activité est répartie en deux domaines d'activité, la division Healthcare Solutions (« HCS ») et la division Warehouse & Distribution Solutions (« WDS »).

La valeur nominale du capital ordinaire en actions de Swisslog s'élève à CHF 2 512 769.84 au 19 septembre 2014. Il se compose de 251 276 984 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0.01 chacune. A la même date, la société détient 965 425 de ses propres actions (0.38% des actions nominatives et droits de vote) dans le cadre d'un plan de participation en actions.

Le groupe Grenzebach (« Grenzebach »), Asbach-Bäumenheim (Allemagne), détient plus de 25% des actions de Swisslog. La société SWOCTEM GmbH, Haiger, Allemagne (« Swoctem ») détient une part supérieure à 15%.

Kuka offre, selon l'annonce du 25 septembre 2014 et le projet du prospectus d'offre dans le cadre d'une offre publique d'achat (« offre »), un montant net de CHF 1.35 par action nominative pour toutes les actions nominatives de Swisslog dans les mains d'actionnaires publics.

Kuka est une société anonyme de droit allemand dont le siège est situé à Augsburg. Kuka est un groupe international qui fabrique des robots et des installations de production automatisées, et dont les clients se trouvent essentiellement dans l'industrie automobile, aéronautique, des machines-outils, alimentaire et électronique. Kuka est cotée en Prime Standard à la bourse de valeurs de Francfort ainsi qu'à la bourse de Munich. En acquérant une participation de contrôle dans Swisslog, Kuka vise à améliorer son accès aux attractifs marchés de croissance de la logistique de stockage et de la santé, ainsi qu'à participer aux mégatendances que sont le « commerce électronique » et la « démographie ». Kuka ne souhaite pas reprendre l'intégralité de Swisslog. Elle a l'intention de maintenir la cotation de Swisslog au SIX Swiss Exchange.

Grenzebach détient 19.8% des actions de Kuka et Swoctem possède une participation de 10.02% dans Kuka.

Kuka et Swisslog ont signé une convention de transaction au sujet de l'offre dans lequel le conseil d'administration de Swisslog apporte son soutien à celle-ci.

1.2. Mandat du conseil d'administration de Swisslog à la Banque J. Safra Sarasin SA (« BJSS »)

Le conseil d'administration de Swisslog a mandaté la Banque J. Safra Sarasin SA, Zurich, en date du 22 août 2014, de l'établissement d'une expertise en vue d'évaluer l'équité financière de l'offre publique d'achat de Kuka. L'expertise est destinée exclusivement au conseil d'administration de Swisslog dans le cadre de l'établissement du rapport du conseil d'administration conformément à l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'achat et ne représente pas une recommandation d'acceptation ou de rejet de l'offre d'achat établie à l'attention des actionnaires publics de Swisslog. En revanche, le conseil d'administration de Swisslog prend position, dans son rapport aux actionnaires, sur l'offre publique d'achat et s'y réfère à la présente expertise.

L'expertise de BJSS ne s'adresse ni à Kuka en tant qu'offrant ni à ses actionnaires et n'est ainsi pas destinée à l'évaluation de la transaction du point de vue de Kuka et de ses actionnaires.

Notre expertise se base sur des informations dont nous avons supposé l'exactitude et l'intégralité et auxquelles nous nous sommes fiés, sans les faire confirmer ou contrôler par un tiers. Nous avons admis la régularité et le respect des règles lors de l'établissement des renseignements, informations et données mis à notre disposition. Comme mentionné au chapitre 4 sous plausibilité et consistance des plans financiers, les principaux facteurs influençant la valeur de l'entreprise (« Value Drivers ») ont été évalués par BJSS quant à leur plausibilité et leur consistance.

L'expertise ne peut être utilisée, à l'exception de sa publication en rapport avec le rapport du conseil d'administration de Swisslog, dans aucun autre but sans l'autorisation préalable de BJSS.

BJSS ne reçoit, dans le cadre de ce mandat, aucune rémunération qui soit liée aux déclarations formulées dans cette évaluation ou à l'éventuel succès d'une transaction avec Swisslog. BJSS confirme être indépendante dans son jugement en tant qu'entité chargée de l'évaluation, conformément à l'application de la Circulaire COPA n° 3 concernant les organes de contrôle.

Chapitre 2 – Bases d'appréciation

BJSS a utilisé les données suivantes pour son appréciation :

- Informations publiquement accessibles concernant Swisslog, lesquelles sont à notre avis pertinentes pour l'évaluation et/ou l'appréciation de l'équité de l'offre d'achat. Il s'agit avant tout des rapports de gestion des exercices 2011, 2012 et 2013 ainsi que des rapports semestriels au 30 juin 2012, 2013 et 2014 (non révisés) ;
- Présentations de Swisslog aux investisseurs et analystes des années 2011 à 2014 (par exemple présentation du management de Swisslog du mois d'août 2014);
- Autres informations disponibles sur www.swisslog.com (par exemple annonces ad hoc correspondant à de grosses commandes reçues) ;
- Autres documents et présentations mis à la disposition par la direction ;
- Matrice de consolidation pour les états financiers 2011, 2012 et 2013 de Swisslog ;
- Reporting mensuel interne des années 2013 et 2014 (jusqu'à juillet 2014 inclus) ;
- Budget 2014 ainsi que planification à moyen terme 2014 à 2016 (validés par le conseil d'administration de Swisslog en décembre 2013) ;
- Prévisions de la direction de Swisslog pour l'exercice 2014, établies en juin 2014 ;
- Diverses analyses de la branche sur le marché de l'intralogistique (sources externes) ;
- Lettres de la direction de 2012 et 2013 ainsi que procès-verbaux du conseil d'administration de 2013 à juillet 2014 ;
- Entretien avec le CFO quant au positionnement stratégique, l'environnement concurrentiel, la planification à moyen terme et les objectifs et perspectives à long terme ;
- Données financières et boursières de sociétés cotées sélectionnées (peer-group) ;
- Multiples d'acquisitions comparables ;
- Primes de contrôle payées pour des entreprises industrielles cotées en Suisse ;
- Analyses actuelles et historiques des marchés financiers pour établir des paramètres pertinents pour l'évaluation ;
- Divers rapports d'analyses d'actions de tiers ;

- Ebauche de l'annonce et du prospectus d'offre de Kuka du 17 septembre 2014.

L'estimation de BJSS se base sur les conditions économiques actuelles du marché, de l'entreprise et des finances et tient compte de la situation sur le marché des capitaux ainsi que d'autres faits existant ou attendus au moment de l'évaluation et exploités.

Lors de l'établissement de son expertise, BJSS a admis l'exactitude et l'intégralité des informations financières et autres concernant Swisslog et s'y est fié, sans endosser la responsabilité d'une vérification indépendante de telles informations.

En outre, BJSS s'est appuyée sur les garanties fournies par la direction de Swisslog assurant qu'elle n'était au courant d'aucun fait ni de circonstance qui pourrait impliquer que les informations utilisées seraient imprécises, trompeuses ou incomplètes.

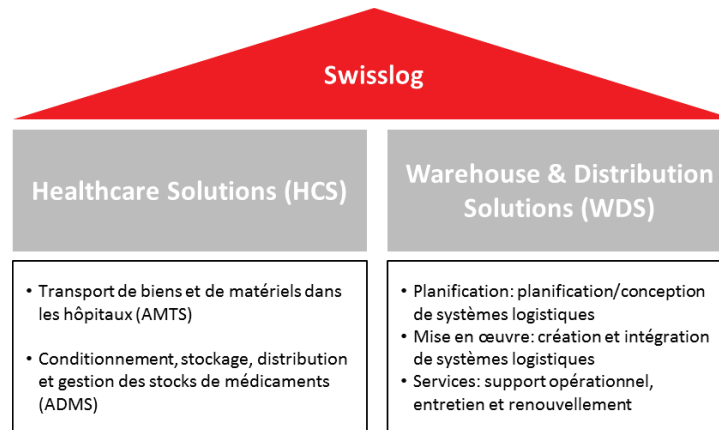
Chapitre 3 – Swisslog

3.1. Aperçu

Swisslog réalise des solutions d'automatisation à la pointe de la technologie pour les hôpitaux et les centres de stockage et de distribution. La société emploie environ 2200 collaborateurs dans le monde, avec des clients dans plus de 50 pays. L'activité est répartie actuellement en deux divisions, Healthcare Solutions (« HCS ») et Warehouse & Distribution Solutions (« WDS »). Swisslog prend son origine dans l'entreprise riche en traditions Sprecher + Schuh AG, créée en 1900 à Aarau en Suisse. L'activité de base de Sprecher + Schuh, la distribution d'énergie, a été vendue dans les années 80 et 90 du siècle dernier. Puis Sprecher + Schuh s'est concentrée sur la technique d'automatisation, acquérant par la suite les entreprises Translift, Digitron et OWL. En 1994, la société a pris le nom de Swisslog. Une phase de concentration a suivi à partir de 2003, au cours de laquelle notamment des participations du segment d'activité « Material Flow Systems & Robotics » ont été cédées. Avec la vente de Wassermann fin 2008, l'orientation vers les domaines actuels HCS et WDS était largement implémentée.

En 2013, Swisslog a réalisé un chiffre d'affaires net de CHF 632.6 millions et un bénéfice net de CHF 11.9 millions. La société s'appuie sur plus de 30 représentations dans 20 pays en Europe, Amérique du Nord, Asie ainsi qu'au Moyen-Orient. Plus de la moitié des employés de Swisslog disposent d'un diplôme d'université ou de grande école. L'Illustration 1 présente la structure organisationnelle de Swisslog.

Illustration 1 : Structure organisationnelle



Source : informations de l'entreprise

L'activité de base de Swisslog est l'étude, la conception et la réalisation de solutions d'automatisation logistique pour des hôpitaux ainsi que pour des centres de stockage et de distribution, l'offre de Swisslog comprenant l'équipement ainsi que les logiciels d'exploitation nécessaires. Entreprise générale, Swisslog propose à ses clients des installations complètes « clé en main », mais aussi des composants de systèmes ou de sous-systèmes. En plus de ces nouvelles affaires, le domaine du service client et après-vente joue un rôle essentiel dans la rentabilité : cette activité de service après-vente comprend l'entretier (préventif), le support 24h/24 et 7 jours/7, la gestion des pièces de rechange, la formation, la modernisation, l'extension ainsi que l'exploitation de centres de stockage et de distribution.

3.2. Warehouse & Distribution Solutions (« WDS »)

La division WDS réalise des solutions d'automatisation pour les entrepôts et les centres de distribution modernes. L'offre est constituée de systèmes et de services d'une seule main, depuis l'étude et la conception jusqu'au support, en passant par la réalisation, sur toute la durée de vie de l'installation. WDS se concentre sur les solutions pour les segments de l'alimentation et des boissons (congelés et frais), le commerce de détail, la pharmacie et le commerce électronique. Géographiquement, la division est principalement active en Europe, mais aussi de plus en plus en Amérique du Nord et en Asie, notamment en Chine. Par ailleurs, la société vise et réalise son entrée sur certains nouveaux marchés sélectionnés (par exemple la Corée du Sud, le Proche-Orient).

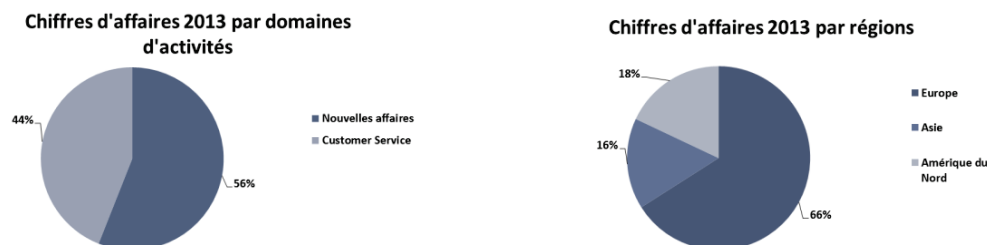
Tableau 1 : Indicateurs de la division WDS

Indicateurs 2013	
Entrées de commandes (CHFm)	484.5
Chiffre d'affaires (CHFm)	421.3
EBIT (CHFm)	11.3
FTE	1'376

L'offre de produit de la division WDS comprend des systèmes de transport sans conducteur (STSC), des systèmes de convoyeurs, des transtockeurs pour rayonnages, des systèmes monorail, des systèmes de stockage et des logiciels de gestion et de contrôle des stocks. Des STSC avec différents types de véhicules sont utilisés pour le transport de palettes. Les systèmes de convoyage (SmartCarrier, QuickMove et ProMove) servent à la manipulation de palettes et de produits de faible poids. Des concepts modulaires sous différentes formes offrent une grande flexibilité dans la configuration. Les transtockeurs de palettes et de petites pièces (Vectura et Tornado) permettent une entrée et sortie efficace des palettes et des emballages avec une utilisation optimale de l'espace. Avec les systèmes de transport monorail (système à convoyeur suspendu), les palettes et les caissons mobiles sont transportés sur de plus longues distances entre les bâtiments ou les secteurs ou sur plusieurs niveaux. Les logiciels de gestion et de contrôle des stocks assurent un flux optimal des marchandises et sont intégrés par interfaces à l'architecture informatique du client (par exemple dans les applications SAP). Les systèmes de stockage comme AutoStore ou CarryPick peuvent s'adapter aux structures existantes des bâtiments pour maximiser l'espace de stockage disponible.

Les composants de système proposés sont soit des solutions fabriquées et/ou assemblées par Swisslog même (comme la grue de palettes Vectura, Monorail, etc.) ou des solutions achetées à des partenaires externes (comme le système de stockage AutoStore, le STSC CarryPick, le système de convoyeur QuickMove, etc.).

L'illustration 2 présente la répartition du chiffre d'affaires de la division par régions et domaines d'activité pour l'année 2013.

Illustration 2 : Chiffres d'affaires WDS 2013 par domaines d'activité et régions

Source : informations de l'entreprise

Selon la société, les facteurs clés de succès de la division WDS sont sa longue expérience et sa présence sur les marchés clés, son offre de solutions et de produits innovants, y compris sa compétence en matière logicielle, le soin apporté

au chiffrage des projets et à la gestion des risques, l'efficacité de l'organisation interne de Swisslog (notamment pour la réalisation des projets), ainsi que la création de valeur ajoutée pour les clients (par exemple grâce à la planification et la mise en œuvre de projets clés en main adaptés aux besoins spécifiques du client).

Dans le domaine WDS, Swisslog investit actuellement dans des technologies clés et des logiciels, pour s'assurer un positionnement unique et de meilleures marges.

3.3. Healthcare Solutions (« HCS »)

La division HCS réalise des solutions d'automatisation de pointe pour les hôpitaux orientés vers le futur ainsi que pour le secteur des systèmes automatisés de transport de matériel (Automated Material Transport Systems, « AMTS ») et de la gestion de médicaments (Automated Drug Management Systems, « ADMS »).

Tableau 2 : Indicateurs de la division HCS

Indicateurs 2013	
Entrées de commandes (CHFm)	216.8
Chiffre d'affaires (CHFm)	211.3
EBIT (CHFm)	15.7
FTE	832

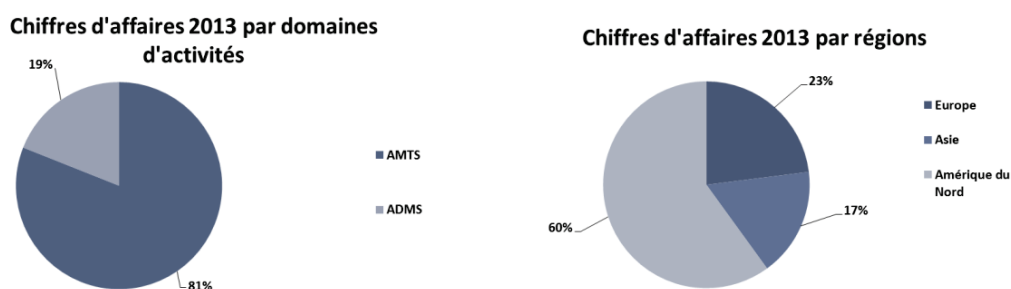
Les clients du domaine d'activité AMTS sont, en règle générale, de grand hôpitaux (200 lits ou plus), pour lesquels Swisslog étudie, conçoit et réalise des solutions pneumatiques pour le transport de médicaments, d'instruments, d'échantillons de laboratoire ainsi de produits sanguins et médicaux. La gamme comprend les solutions pneumatiques TransLogic® et TranspoNet pour le transport immédiat, rapide et sûr d'échantillons de laboratoire, sanguins, de médicaments et de coupes. Outre ces solutions pneumatiques, Swisslog propose aussi le RoboCourier, un robot autonome mobile, qui transporte les échantillons de laboratoire, les médicaments et les instruments de travail, ainsi que TransCar, un système de transport sans conducteur (STSC) pour le transport planifié des containers dans l'hôpital (pour le linge, les repas ou les déchets).

Les clients du domaine d'activité ADMS sont de grandes pharmacies hospitalières pour lesquelles Swisslog étudie, conçoit et réalise des solutions automatisées de stockage, de préparation et de distribution de médicaments. De telles solutions améliorent la sécurité des patients et permettent un traçage complet des processus de prescription et de dispensation des médicaments. Les systèmes ADMS de Swisslog permettent aux hôpitaux de conditionner, grâce à une identification à code-barres, correctement les médicaments, d'une façon automatisée mais adaptée au patient, actualisée et aux dosages souhaités. Toute la chaîne de livraison jusqu'au patient est ainsi contrôlée et documentée. De plus, le système permet d'entreposer les stocks en toute sécurité dans les armoires, les charriots de médicament et les dépôts proches des patients et de les réapprovisionner automatiquement. Les composantes d'un tel système sont

notamment le PillPick, un système automatisé de préparation et de conditionnement, BoxPicker, un système de stockage automatisé pour les pharmaciens, MedTower, une armoire à médicaments automatisée, ainsi que MedPortal, un logiciel de gestion des stocks.

L'illustration 3 présente la répartition du chiffre d'affaires de la division par régions et domaines d'activité pour l'année 2013.

Illustration 3 : Chiffres d'affaires HCS 2013 par domaines d'activité et régions



Source : informations de l'entreprise

Outre la compétence en matière de solutions et les références clients, l'innovation technologique des solutions compte parmi les facteurs de succès les plus importants du domaine d'activité AMTS. Ainsi, Swisslog offre notamment des conteneurs de transport étanches ou des éléments pneumatiques, dont les données d'analyse permettent de mesurer l'accélération (g) des conteneurs de transports et de l'optimiser.

Le domaine d'activité AMTS est fortement dépendant de l'activité générale de construction dans le secteur de la santé, les solutions AMTS étant généralement mises en place lors de la construction, l'agrandissement ou l'assainissement global de grands établissements hospitaliers.

Dans le domaine ADMS, les principaux moteurs générateurs de demandes de solutions sont notamment, outre l'amélioration de la rentabilité, les exigences en constante augmentation en matière de distribution des médicaments et de compliance (traçabilité, réduction du taux d'erreur). Swisslog met en place des solutions centrales, totalement automatisées, car elles offrent une meilleure sécurité pour les patients et qu'elles correspondent mieux aux exigences toujours plus sévères pour la délivrance des médicaments.

Dans le domaine des solutions ADMS, Swisslog investit aujourd'hui notamment dans différents produits (par exemple Unipick 2, Pill Pick Gen2+, MedRover) et dans le domaine AMTS dans les systèmes pneumatiques (par exemple produit étanche, TransCheck) pour s'assurer un avantage concurrentiel et se développer.

3.4. Stratégie

La stratégie de Swisslog se base sur les quatre axes suivants :

1. Expérience et présence sur les marchés clés
2. Produits et solutions à la pointe de la technologie
3. Valeur ajoutée pour les clients
4. Excellence dans la mise en œuvre

(1) Swisslog dispose déjà d'une présence locale sur les marchés clés que sont l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie. La société entre sur d'autres marchés de façon sélective.

(2) Pour le succès sur le marché, les compétences en matière de logiciel comme de matériel sont essentielles. Outre l'innovation permanente, la standardisation et la modularité de l'offre sont décisives pour offrir des solutions compétitives et cependant adaptées au besoin du client.

(3) Swisslog offre à ses clients de la valeur ajoutée en tant que fournisseur de solutions logistiques d'une seule main. Les solutions de Swisslog doivent apporter au client de la valeur ajoutée sur toute la durée d'utilisation, pouvoir s'adapter facilement à des besoins changeants et être très modulables. Les prestations de service après-vente et de maintenance sont assurées sur toute la durée de vie.

(4) Grâce à la très grande qualité de la mise en œuvre des solutions et des projets logistiques, en s'appuyant sur des processus aussi standardisés que possible, Swisslog s'assure que les projets sont mis en place dans les délais et avec la qualité convenue avec le client, tout en minimisant les coûts liés à la qualité.

Sur le grand marché fragmenté de l'intralogistique, Swisslog se concentre sur deux segments à fort potentiel. Dans les deux divisions, Swisslog offre des solutions et des systèmes à la pointe de la technologie. En tant que fournisseur de projets et de solutions clés en main, il est essentiel pour Swisslog, dans un environnement de marché très concurrentiel pour les nouvelles installations, de pouvoir offrir et assurer le service à la clientèle et après-vente sur toute la durée de vie des installations, qui est plus rentable.

3.5. Indicateurs financiers historiques

Pour l'exercice 2013, dans un environnement de marché difficile en Europe comme sur le marché hospitalier en Amérique du Nord, Swisslog a connu un recul du chiffre d'affaire et de l'EBIT par rapport à l'exercice 2012. D'un autre côté, des entrées de commande élevées ont créé une bonne situation de départ pour l'exercice 2014. Dans la division HCS, après un bon départ, le carnet de

commandes s'est présenté plus modeste à partir du 2^e trimestre 2013, notamment dans le domaine AMTS. Les incertitudes autour de l'introduction de la réforme de santé aux Etats-Unis, dite « Obamacare », ont entraîné un recul des investissements des hôpitaux. Dans la division WDS, les retards dans les entrées de commande, liés à des dépenses supplémentaires dans le traitement des commandes, ont conduit à une baisse du chiffre d'affaires par rapport à celui de l'année passée. Au cours du deuxième semestre 2013, une grande partie du retard avait cependant pu être compensé.

Les entrées de commande du groupe Swisslog ont augmenté en 2013 de 10.9% par rapport à 2012, pour atteindre CHF 701.3 millions. Le chiffre d'affaire, à CHF 632.6 millions, a lui diminué de 3.0%, ce qui a également conduit à une baisse du résultat opérationnel (EBIT), atteignant CHF 20.5 millions (-17.7% par rapport au résultat de l'exercice précédent de CHF 24.9 millions¹). La marge EBIT atteinte de 3.2% a ainsi été nettement inférieure à l'objectif de marge à moyen terme de 5%. En 2013, Swisslog a réalisé un bénéfice net de CHF 11.9 millions (cf. Tableau 3)

Tableau 3 : Aperçu des résultats financiers du groupe, exercices 2012–2013 (en millions de CHF)

	Unité	2013	2012	Variation par rapp. à l'année préc. en %
Carnet de commandes	CHF Mio.	542.2	487.4	11.2%
Entrées de commandes	CHF Mio.	701.3	632.4	10.9%
Chiffre d'affaires	CHF Mio.	632.6	652.0	-3.0%
EBIT	CHF Mio.	20.5	16.9	21.3%
Marge EBIT	%	3.2%	2.6%	25.0%
Résultat global	CHF Mio.	14.0	8.5	NM

Source : informations de l'entreprise

Au cours du premier semestre 2014, le groupe Swisslog a connu des entrées de commande à hauteur de CHF 298.3 millions, soit +11.4% par rapport à la même période de 2013. Le chiffre d'affaires a également progressé de 4.4% pour atteindre CHF 319.5 millions. Le résultat opérationnel (EBIT) s'est amélioré de 13.0% et s'élève à CHF 6.1 millions, avec une marge EBIT à 1.9%. A noter toutefois que, WDS a comptabilisé au cours du premier semestre 2014 l'entrée d'une créance déjà provisionnée à hauteur de CHF 2.4 millions. Sans cet effet non récurrent, l'EBIT se serait dégradé au cours de cette période, notamment en raison de la situation difficile de la demande dans le domaine AMTS si important pour les montants de couverture aux Etats-Unis (cf. Tableau 4).

¹ Le montant de CHF 24.9 millions correspond à l'EBIT 2012 avant frais de restructuration. Après frais de restructuration, l'EBIT s'élevait à CHF 16.9 millions en 2012.

Tableau 4 : Aperçu des résultats financiers, premier semestre 2013–2014 (en millions de CHF)

	Unité	1S 2014	1S 2013	Variation par rapp. à l'année préc. en %
Carnet de commandes	CHF Mio.	520.9	450.5	15.6%
Entrées de commandes	CHF Mio.	293.3	263.4	11.4%
Chiffre d'affaires	CHF Mio.	319.5	305.9	4.4%
EBIT	CHF Mio.	6.1	5.4	13.0%
Marge EBIT	%	1.9%	1.8%	8.2%
Résultat global	CHF Mio.	-0.9	4.4	NM

Source : informations de l'entreprise

3.6. Environnement de marché pour la division WDS

Il n'existe aucune définition communément reconnue du marché de l'intralogistique et, en conséquence, pas d'estimations uniformes de la taille du marché et de sa croissance, de même que pour le marché des solutions automatisées pour les centres de stockage et de distribution. Ceci repose également sur le fait que le degré d'automatisation d'un entrepôt ou d'un centre de distribution peut être choisi par l'exploitant selon les exigences et le coût de la main d'œuvre sur place. En tant que fournisseurs de solutions hautement automatisées à forte intensité de capital, Swisslog est donc en compétition non seulement avec les concurrents directs fournisseurs de systèmes, mais aussi avec des fournisseurs qui se reposent principalement sur des solutions manuelles à forte intensité de main d'œuvre.

Swisslog estime à environ USD 14 milliards par an le marché accessible à la division WDS (en fonction de sa présence de marché actuelle par région et par branche). Rapportée sur cette base, la part de marché de WDS se situe dans une plage de pourcentage basse à un chiffre, ce qui peut déjà donner une indication de la relativement forte fragmentation du marché en termes de concurrence directe, d'une part, et de différences d'architectures système, d'autre part.

Les secteurs pertinents les plus importants pour Swisslog au sein de ce marché accessible de USD 14 milliards sont l'industrie alimentaire et les boissons, le commerce de détail ainsi que l'industrie pharmaceutique – avec un volume de marché d'environ USD 3 milliards chacun. Le volume du marché de la vente en ligne est actuellement estimé à encore un peu moins de la moitié des ces trois secteurs principaux. Pour la division WDS, l'Europe géographique est le plus grand marché accessible avec un volume d'environ USD 6 milliards ; l'Asie et l'Amérique du Nord suivent avec chacune quelque USD 4 milliards chaque. Selon les estimations de Swisslog, le marché européen croît moins rapidement (< 5% par

an) que les marchés nord-américain et asiatique avec respectivement 6% et presque 9% par an.

En ce qui concerne l'environnement concurrentiel et la création de valeur, on peut distinguer la fabrication de composants² et de sous-systèmes³ de l'étude, la conception et la réalisation de solutions logistiques globales et complexes (projets clés en main notamment) s'avèrent décisives. Swisslog WDS met l'accent sur l'ingénierie de systèmes complets incluant les logiciels. Pour la réalisation des solutions intralogistiques conçues, WDS achète parfois certains composants et sous-systèmes à des tiers ou les développe et les monte elle-même. WDS achète ainsi des produits et des sous-systèmes à des fournisseurs qui sont également présents sur les activités de produits ou de (sous-)systèmes et peuvent donc être des concurrents de WDS. L'environnement concurrentiel de WDS présente donc une fragmentation relativement importante.

A l'échelle internationale, les principaux concurrents directs de WDS sont les fournisseurs intégrés de solutions logistiques tels que Dematic, SSI Schäfer et Daifuku, mais aussi Intelligrated. Witron, Knapp et TGW Logistics sont d'autres concurrents importants de WDS. Selon la région et les besoins des clients, des fournisseurs locaux peuvent également apparaître comme concurrents. Ainsi, le nombre de concurrents effectifs ou potentiels sur le marché principal qu'est l'Europe est particulièrement élevé, notamment en Allemagne, ce qui se reflète dans les marges de l'activité projets.

Dans cet environnement concurrentiel fragmenté, WDS, avec un chiffre d'affaires de quelque USD 500 millions, fait partie des fournisseurs de taille moyenne, derrière le groupe des trois leaders du marché mondial, SSI Schäfer, Dematic et Daifuku.

3.7. Environnement de marché pour la division HCS

Swisslog estime qu'il existe dans le monde environ 18 000 grands hôpitaux (de plus de 200 lits); dont la moitié en Chine et le reste de l'Asie et environ un quart en Europe. La plus grande partie des 25% restants, soit près de 3500 hôpitaux, se trouve en Amérique du Nord.

Swisslog estime à environ CHF 440 millions le marché mondial des transports automatisés de matériel dans les hôpitaux, dont plus de la moitié en Amérique du Nord, près de 30% en Asie et le reste en Europe. Bien que seulement environ

² En ce qui concerne les composants, on fait en général la différence entre les composants statiques (par exemple rayonnages sans commande par logiciel) et les composants automatisés (convoyeurs par exemple).

³ Pour les sous-systèmes, on différencie les sous-systèmes indépendants (par exemple les transtockeurs et les systèmes de préparation de commande, mais aussi les systèmes de transport sans conducteur, entre autres) et les sous-systèmes intégrés (Warehouse-Management et Fulfillment Software).

20% des grands hôpitaux se trouvent en Amérique du Nord, ce marché représente plus de la moitié du marché mondial, ce qui signifie que le marché nord-américain des transports automatisés de matériel dans les hôpitaux est de loin le plus développé.

Sur le marché nord-américain de la logistique hospitalière automatisée (AMTS), Swisslog est le fournisseur dominant avec une part de marché d'environ 80% (estimation de Swisslog). Les autres fournisseurs ont des parts de marché inférieures à 10%. Ce sont donc soit de petites ou moyennes entreprises privées (comme Pevco), soit des entreprises qui exploitent la logistique hospitalière automatisée comme une activité de niche (à l'instar de JBT Corporation). En Europe, AMTS atteint selon Swisslog une part de marché de 25% et la société est surtout en concurrence avec Aerocom et Sumetzberger, ainsi qu'avec de petits fournisseurs locaux. A l'échelle mondiale, Swisslog détient une part de marché d'environ 40%. Contrairement au marché asiatique, pour lequel des taux de croissance à deux chiffres sont attendus, il ne faut plus compter sur une croissance forte en Amérique du Nord, tandis que le marché européen de la logistique hospitalière automatisée offre encore un certain potentiel de croissance à moyen terme⁴.

Le deuxième domaine d'activité de HCS, le marché de la gestion automatisée de médicaments en milieu hospitalier (ADMS), est beaucoup plus important que celui des transports automatisés de matériel et atteint, selon Swisslog, CHF 1.5 milliard au niveau mondial. Jusqu'à présent, ce marché n'existe pratiquement qu'en Amérique du Nord, où il croît toujours légèrement en-dessous de 10%, notamment pour des raisons de sécurité et de compliance. Un potentiel de croissance encore plus élevé est prévu en Europe et en Asie pour la gestion automatisée de médicaments. Par ailleurs, il existe en Chine une forte demande de solutions automatisées pour les pharmacies d'hôpitaux, car celles-ci assurent également la délivrance de médicaments à des clients non hospitalisés. En raison des exigences accrues en matière de sécurité dans la prescription et la distribution des médicaments, Swisslog y voit un fort potentiel de croissance.

Contrairement aux transports automatisés de matériel (AMTS), la part de marché de Swisslog dans la gestion automatisée de médicaments (ADMS) est encore très faible, avec environ 2%. Notons que la part de marché est nettement plus élevée dans le domaine des produits et des solutions centrales, car plusieurs concurrents n'offrent que des solutions décentralisées. Les grands fournisseurs sur ce marché sont CareFusion, Omnicell, Emerson, mais aussi Aesynt (précédemment McKesson Automation). Du fait de son potentiel de croissance,

⁴ Source pour les parts de marché / estimations de marché : direction de Swisslog

divers nouveaux arrivants se bousculent pour pénétrer ce marché. Pour HCS, une stratégie de leader en innovation a donc une importance prioritaire. Contrairement à CareFusion et Omnicell, qui offrent des solutions et des systèmes partiellement automatiques et décentralisés, Swisslog (comme Aesynt) s'appuie sur des solutions et des systèmes centralisés et entièrement automatisés.

Chapitre 4 – Analyses d'évaluation

Stand-alone / Synergies / Prime de contrôle

Les plans financiers utilisés par BJSS pour cette évaluation se limitent à Swisslog en tant que société cible, c'est-à-dire que l'on considère un développement futur autonome des activités de Swisslog (« stand-alone »), sans prendre en considération les conséquences potentielles de l'offre d'achat annoncée par Kuka.

Le rachat de Swisslog permettrait éventuellement à un acheteur actif dans le même secteur d'exploiter des potentiels de synergie dans certains domaines. En général, les synergies possibles, en fonction de l'acheteur, pourront concerner les secteurs distribution, gammes de produits et de prestations de services, présence sur le marché, ingénierie, savoir-faire ainsi que dans la production, le Corporate Center et les achats. Il est possible de générer, dans ce cadre, des synergies aussi bien au niveau du rendement que des coûts. Le cas échéant, et toujours en fonction de l'acheteur, des synergies pourront aussi concerner des secteurs autres que l'exploitation (par exemple meilleur emploi de reports de pertes ou similaire).

L'évaluation de Swisslog sur la base de la méthode DCF et l'évaluation à l'aide de sociétés cotées comparables ne prennent pas en considération ces potentiels de synergies, étant donné que ceux-ci ne peuvent pas être réalisés par Swisslog sur une base autonome. Comme énoncé ci-dessous, la présente évaluation se base principalement sur la méthode DCF.

L'évaluation sur la base de transactions comparables et l'analyse des primes permettent une comparaison avec les valeurs qui ont été payées dans le cadre d'autres transactions (comparables). Ces valeurs peuvent donner une indication sur le dédommagement des actionnaires de la société visée pour le potentiel futur de synergies, dans le cas concret. Le potentiel de synergies apporté par les actionnaires d'une société cible est plus ou moins dédommagé, selon le contexte spécifique (par exemple, dans le cas d'un appel d'offres). Le droit suisse des OPA ne permet plus de verser des primes à certains actionnaires individuellement.

Date de l'évaluation, ajustement des prévisions chiffrées, endettement net, déclaration d'intégralité de la direction de Swisslog

Le 19 septembre 2014 a été retenu comme date de l'évaluation. L'évaluation des plans financiers se base notamment sur le bilan au 31 décembre 2013, le budget

et le prévisionnel 2014 ainsi que le business plan de Swisslog pour les années 2015 et 2016. Nous avons tenu compte des charges liées à des cautions bancaires au bénéfice de tiers (clients notamment), qui sont usuellement comptabilisées dans le résultat financier, dans le résultat d'exploitation de Swisslog. Etant donné que l'objectif du budget 2014 ne sera probablement pas tout à fait atteint et que l'entreprise a également enregistré un effet positif exceptionnel, nous nous sommes basés sur le prévisionnel 2014 et avons revu la planification à moyen terme 2015 légèrement à la baisse. Mais, étant donné qu'il existe aussi certains potentiels d'optimisation dont le business plan ne tient pas compte d'une part, et que certains projets sont seulement différés du point de vue actuel, d'autre part, nous ajustons l'exercice 2016 à la planification à moyen terme 2014–2016.

Quant à l'endettement net, nous avons intégré certaines obligations de retraite à l'étranger, mais nous avons aussi évalué séparément des reports de perte si cela semblait utile à long terme. Nous avons tenu compte en outre d'un certain volume de trésorerie dont Swisslog a besoin pour son exploitation.

La direction de Swisslog a confirmé vis-à-vis de BJSS qu'aucun événement non divulgué susceptible d'avoir une influence matérielle sur l'évaluation qui ne soit pas inclus dans le plan prévisionnel 2014 et/ou dans la planification à moyen terme (y compris les ajustements de celle-ci détaillés ci-dessus) ne s'est produit.

A l'occasion de plusieurs entrevues avec la direction et le CFO de Swisslog, BJSS a pu également soumettre l'évaluation et les principales hypothèses d'évaluation sur lesquelles elle repose à un test de plausibilité.

Excédents financiers servant de base aux méthodes d'évaluation

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

Horizon de planification et valeur résiduelle

Afin de calculer les futurs excédents financiers, BJSS a pris en considération comme point de départ le développement dans le passé, le plan prévisionnel 2014 ainsi que la planification à moyen terme 2015–2016. Un laps de temps

allant jusqu'à 2018 a été choisi en tant que horizon de planification, sur la base duquel l'on a déduit un excédent financier normalisé en phase avec les hypothèses pour les calculs de la valeur résiduelle pour l'année 2019. Dans le cadre de cette normalisation, il a été veillé à ce que la croissance, les marges, les investissements et le taux d'imposition apparaissent plausibles et cohérents sur fonds de valeurs historiques et de la stratégie future de Swisslog.

Plausibilité et consistance des plans financiers

Dans le cadre des travaux d'évaluation, BJSS a examiné les principaux facteurs influençant la valeur de l'entreprise (« Value Drivers ») quant à leur plausibilité et à leur consistance, en tenant compte du développement historique et des prévisions du marché. En outre, les plans financiers ont été discutés avec la direction de Swisslog, ce qui était notamment important en vue de l'évaluation des perspectives de croissance et d'évolution des marges.

Dans les cas où BJSS a jugé que des modifications étaient nécessaires, celles-ci ont été apportées à la planification à moyen terme de Swisslog. Le tableau suivant donne un aperçu des hypothèses retenues par BJSS pour l'évaluation des principaux facteurs générateurs de valeur (Value Drivers) :

CROISSANCE	2013 –2018	2019
<p>Croissance nominale du chiffre d'affaires (moyenne annuelle)</p> <p>Les entrées de commandes et le chiffre d'affaires de Swisslog de la division WDS dépendent de grands projets dont elle a réussi à acquérir le marché, tandis que dans la division HCS, à côté des différents grands projets (constructions ou transformations majeurs d'hôpitaux), les conditions cadres politiques et financières dans le domaine de la santé publique jouent aussi un rôle. Des projets différés ou retardés tout comme des effets réglementaires et financiers dans le domaine hospitalier peuvent significativement impacter, à court terme, les commandes reçues et l'avancement des projets en cours. En 2013, mais aussi au cours du premier semestre 2014, dans le secteur HCS par exemple, les incertitudes liées à la réforme de la santé aux Etats-Unis (« Obamacare ») ont eu une influence négative.</p> <p>La croissance du chiffre d'affaires de la division HCS doit principalement émaner, eu égard à une croissance supérieure à la moyenne en Asie, du domaine ADMS.</p> <p>La stratégie de l'entreprise prévoit que la division WDS se concentre principalement sur les opportunités de croissance en Asie et en Amérique du Nord, d'une part, et sur</p>	Moyenne 4.8%	1%

<p>les segments industriels prometteurs de croissance tels que la vente en ligne, d'autre part. Swisslog s'attend en même temps à une pression durable sur les prix, de sorte que le chiffre d'affaires des nouveaux marchés de l'activité WDS connaisse, en raison d'une sélection cohérente des produits, une croissance moindre que le secteur HCS pendant la période de planification.</p> <p>Toutefois, dans les deux divisions, aussi bien HCS que WDS, le service client doit générer une contribution à la croissance supérieure à la moyenne, c'est-à-dire que Swisslog attend des activités du service après-vente à marge élevée aussi une plus forte contribution au chiffre d'affaires. La croissance prévue pour la période 2013 à 2018 reste ainsi dans le cadre des perspectives de croissance des marchés des deux divisions de Swisslog (selon la direction 3–5% pour la division WDS et 5–7% pour la division HCS).</p> <p>L'entreprise suppose un taux de croissance à long terme de 1% p.a., ce qui correspond aux prévisions d'inflation à long terme.</p>		
--	--	--

RENTABILITE	2014 –2018	2019
<p>Marge EBIT</p> <p>Swisslog a enregistré pour l'exercice 2013, pour un chiffre d'affaires consolidé de CHF 632.6 millions, un résultat d'exploitation de CHF 20.5 millions ce qui correspond à une marge EBIT de 3.2%. Bien que la division HCS soit moins importante (chiffre d'affaires CHF 211.3 millions contre CHF 421.3 millions pour la branche WDS), Swisslog y a réalisé une marge EBIT plus élevée en proportion (7.4% versus 2.7% pour la division WDS), pour chacune des divisions avant les coûts au niveau du groupe. L'optimisation prévue du business mix (croissance plus rapide dans le secteur HCS par rapport au secteur WDS du fait du développement dynamique attendu sur le marché ADMS, d'une part, progression du chiffre d'affaires supérieure à la moyenne du service après-vente, d'autre part) doit contribuer de manière significative à réaliser l'objectif d'amélioration de la marge EBIT à une valeur cible de 5% en 2016. Par ailleurs, plusieurs nouveautés dans le portefeuille de produits, des initiatives dans les canaux de distribution géographiques et des améliorations structurelles sur le plan de l'organisation, doivent contribuer non seulement à atteindre la marge cible de 5% mais aussi à la maintenir par la suite. Les risques spécifiques liés à la réalisation de projets pour les nouveaux marchés ont été intégrés dans la planification sur la base des expériences historiques. La marge EBIT moyenne au niveau du groupe est de 4.5% durant la période 2014–2018. BJSS suppose qu'une marge EBIT moyenne à long terme de 5% soit réalisable sur un cycle conjoncturel ce qui correspond à l'objectif de Swisslog de réaliser à moyen terme</p>	Moyenne 4,5%	5%

une marge EBIT durable de 5%.		
-------------------------------	--	--

INVESTISSEMENTS	2014 –2018	2019
<p>Investissements dans l'actif immobilisé</p> <p>Divers développements de nouveaux produits en cours ou à venir amènent Swisslog à prévoir des investissements relativement élevés dans l'actif immobilisé au cours des trois prochaines années, de l'ordre de presque 3% du chiffre d'affaires. Par la suite, les investissements dans l'actif immobilisé devront s'orienter jusqu'en 2019 au niveau historiquement stable à long terme avoisinant les 2% du chiffre d'affaires. En raison de l'expansion envisagée en Asie et dans le secteur HCS, il faut en outre prévoir une part plus importante de capitaux engagés dans l'actif circulant. BJSS suppose à long terme que les capitaux engagés dans l'actif circulant net augmenteront légèrement de par la croissance du chiffre d'affaires supérieure à la moyenne dans le secteur HCS.</p>	1.9%–3% du chiffre d'affaires	1.9% du chiffre d'affaires

AUTRES FACTEURS GENERATEURS DE VALEUR
<p>Valeur résiduelle de l'évaluation DCF : Croissance admise après l'exercice 2019</p> <p>Le taux de croissance pour le calcul de la valeur résiduelle influence profondément le résultat de l'évaluation car la valeur résiduelle typiquement une grande importance pour les évaluations par la méthode Discounted Cash Flow. Pour l'évaluation de Swisslog, BJSS a admis une croissance perpétuelle de 1.0% p.a., ce qui correspond à une attente moyenne modérée de l'inflation en CHF. La monnaie de base des planifications est le franc suisse.</p>
<p>Taux d'imposition</p> <p>La situation tendue voire parfois négative sur divers marchés européens, associée à une rentabilité relativement élevée en Amérique du Nord, est responsable du taux d'imposition pour le groupe relativement élevé à l'heure actuelle (exercice 2013 : 37%). BJSS suppose que la rentabilité s'harmonise à long terme entre les différents pays de sorte qu'un taux d'imposition moyen pour le Groupe, de moyen à long terme de 32% puisse être envisagé. La détermination de l'endettement net tient compte de l'utilisation attendue des reports de perte.</p>

Méthodes d'analyse utilisées

Pour juger de l'équité financière du rapport d'échange, la méthode DCF est au premier plan. Pour le contrôle de plausibilité du résultat d'évaluation, l'on a procédé, en outre, à une analyse de sociétés comparables (analyse Compco), à une analyse de transactions comparables (analyse Compac) ainsi qu'à une

analyse des primes de contrôle (analyse des primes) payées sur le marché suisse lors de transactions en bourse.

4.1. Méthode Discounted Cash Flow

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

Pour le calcul de la valeur actuelle des excédents financiers on a utilisé le taux d'escompte pondéré des coûts des capitaux propres et étrangers (Weighted Average Cost of Capital). Le calcul des composants du coût des capitaux se base sur le Capital Asset Pricing Model.

Etant donné que les plans financiers sont établis en CHF, le taux d'escompte a été calculé sur la base du coût des capitaux en CHF. Les variables suivantes ont été retenues pour le calcul du taux d'escompte.

Le résultat d'une évaluation via la méthode DCF dépend toujours de la pertinence des plans financiers à long terme, tandis que d'autres méthodes telles que Compco et Compac ne tiennent compte que des résultats à court terme.

Taux d'intérêts sans risque

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

Le rendement des emprunts de la Confédération Suisse d'une durée résiduelle de 30 ans était de 1.2%⁵ à la date du 18 septembre 2014. Ce faible taux s'explique par le contexte actuel de taux d'intérêt bas. Sur une période de plusieurs décennies, le niveau d'intérêt était toutefois clairement supérieur à 4%⁶. Compte tenu de l'évolution des taux d'intérêt dans le passé et du rendement actuel de

⁵ Source : Bloomberg

⁶ Source : Pictet & Cie, Performance des actions et obligations en Suisse (1926–2013), Janvier 2014

ces titres d'emprunt à long terme, un taux d'intérêt sans risque de base de 4% a été considéré pour cette évaluation.

Prime de risque

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

Pour le calcul de la prime de risque on peut recourir au modèle de formation des prix sur le marché des capitaux. Le modèle le plus utilisé en théorie et en pratique est le Capital Asset Pricing Model (« CAPM »). Celui-ci a été utilisé dans le cadre de cette expertise.

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

Le calcul de la prime de risque de marché se fait par la formation d'un différentiel de rendement entre un investissement en actions et un investissement sans risque. Des recherches sur le marché des capitaux montrent qu'à long terme, dans le passé, les investissements en actions ont fourni des rendements supérieurs à ceux en emprunts à faible risque. En considérant le rendement du marché des actions à long terme en Suisse d'un montant allant de 8% à 10% environ⁷, après déduction du taux d'intérêt sans risque supposé d'un montant de 4%, l'on aboutit à une prime de risque du marché appliquée pour l'évaluation de 5%.

Pour obtenir le facteur bêta pour les sociétés on a retenu le facteur bêta de sociétés comparables (cf. Annexe 4 Bêtas). Etant donné que les bêtas d'Interroll et de Wincanton étaient inférieurs à 0.5 et paraissaient ainsi guère plausibles, ils n'ont pas été retenus.

⁷ Source : Pictet & Cie, Performance des actions et obligations en Suisse (1926–2013), Janvier 2014

Afin que les facteurs bêta de sociétés comparables soient comparables, ces entreprises ont été apurées de l'endettement spécifique à chaque entreprise (corrigé de l'endettement et/ou unlevered beta). Le facteur bêta apuré de l'endettement (sans endettement) moyen des sociétés comparables se monte à 0.79⁸.

Les grands projets traités par Swisslog impliquent souvent des garanties bancaires afin de couvrir les garanties et responsabilités envers les clients ainsi que les acomptes versés par ceux-ci. Ce fait réduit considérablement la capacité d'endettement purement basée sur le bilan. Etant donné que la réputation de Swisslog joue un rôle important dans le cadre de son activité de gestion de projets, l'entreprise doit pouvoir présenter un bilan solide afin de développer ses activités conformément aux prévisions du business plan. Dans ce contexte, BJSS a appliqué un objectif de structure du capital avec un gearing de 0 (c'est-à-dire plus aucun financement par fonds étrangers). En s'appuyant sur les entretiens menés avec Swisslog, cette supposition semble adéquate. Un autofinancement élevé augmente en outre la flexibilité en termes d'exploitation et de stratégie et, en conséquence, la réaction rapide à des opportunités du marché ou des risques du marché, ce qui facilite la réalisation du résultat d'exploitation visé sur un cycle de marché.

Coût des fonds étrangers

Etant donné la structure du capital cible appliquée par BJSS (uniquement capital propre), le calcul du coût du capital ne nécessite aucune modélisation du coût des fonds étrangers.

Coût global du capital

Sur la base des hypothèses ci-dessus, le coût global du capital, qui correspond, en raison de la structure du capital visée, au coût du capital propre, se calcule pour Swisslog comme suit :

⁸ Date de l'évaluation : 19 septembre 2014

Tableau 5 : Synoptique du coût global du capital

Calcul du coût du capital total		
(chiffres en partie arrondis)	Swisslog	Source :
Taux d'intérêt sans risque	4.0%	Rendement emprunts d'Etat suisses, Pictet
Prime de risque de marché	5.0%	(Rendement sur le marché des actions - taux d'intérêt sans risque), Pictet
Unlevered Beta=Relevered Beta	0.79	Analyse du peer-group ; Bloomberg
Coût du capital total	7.95%	= Taux d'intérêt sans risque + (Prime de risque de marché*Relevered Beta)

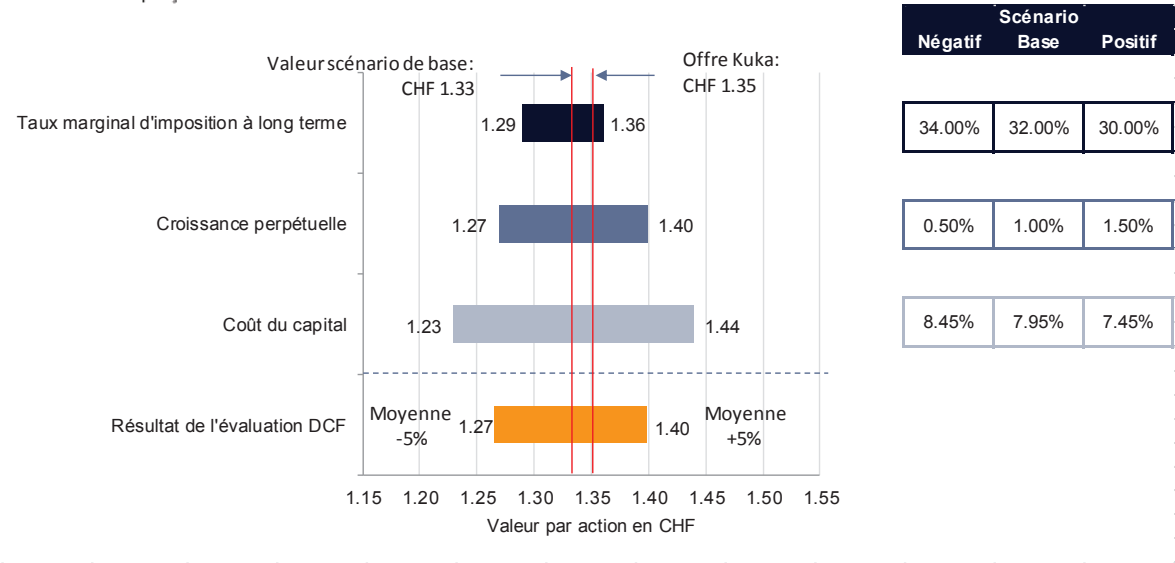
Source : voir définitions dans l'illustration

Résultat de l'évaluation DCF et de l'analyse de sensibilité

Sur la base des hypothèses spécifiées ci-dessus, il en résulte une valeur DCF de CHF 1.33 par action nominative Swisslog selon le scénario de base.

La marge de fluctuation de la valeur de l'évaluation DCF a été limitée par une analyse de sensibilité, sur la base de laquelle les facteurs générateurs de valeur ont évolué à l'intérieur d'une fourchette déterminée. L'on a défini comme paramètres le coût du capital, la croissance perpétuelle et le taux d'imposition à long terme. Le résultat de l'analyse de sensibilité est représenté dans l'illustration suivante (Illustration 4) :

Illustration 4 : Aperçu de la sensibilité



Source : BJSS

Comme le montre l'illustration, la sensibilité du prix par action par rapport au coût du capital est la plus importante. L'analyse de sensibilité de l'évaluation DCF

aboutit à une fourchette de valeurs de CHF 1.27 à CHF 1.40 par action nominative de Swisslog, en sachant que la fourchette de valeur avait été fixée à \pm 5% de la valeur selon le scénario de base de CHF 1.33 par action.

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

Importance

Cette méthode est notamment souvent utilisée par l'analyse financière car les acteurs du marché des capitaux ne disposent généralement pas de plans financiers détaillés des entreprises. Etant donné que BJSS a obtenu les plans financiers de Swisslog et qu'elle a pu procéder à un contrôle de plausibilité en les discutant avec la direction, nous considérons l'évaluation DCF comme la méthode d'évaluation la plus pertinente. L'évaluation à l'aide de sociétés cotées comparables sert ainsi principalement à vérifier et contrôler la plausibilité du résultat d'évaluation obtenu par la méthode DCF.

Méthodologie

En divisant la valeur de l'entreprise (cours actuel du titre plus dettes financières nettes, obligations en matière de retraite fiscalement ajustées et minorités ainsi que déduction de reports de perte fiscaux utilisables et escomptés) de sociétés cotées comparables avec les chiffres clés financiers actuels ou attendus (par exemple chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, bénéfice net) pour les deux années civiles suivantes⁹, on calcule des multiples puis on en fait la moyenne (voir annexe 1 Multiples de sociétés cotées comparables). L'application de ces moyennes des multiples sur les chiffres clés financiers de Swisslog (EBITDA et EBIT) donne un résultat d'évaluation pour chaque moyenne des multiples calculée.

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

- le multiple moyen obtenu et
- la sélection et le calcul des chiffres clés financiers de Swisslog auxquels le multiple est appliqué.

Le multiple moyen dépend principalement du choix des sociétés comparables retenues. Le multiple n'est pertinent que si l'on a à disposition des sociétés qui

⁹ Afin d'obtenir une meilleure comparabilité, les multiples ont été ajustés à l'année civile si l'exercice des entreprises ne se terminait pas au 31 décembre.

sont comparables à la société à évaluer au point de vue des caractéristiques essentielles.

Du fait que l'évaluation à base de sociétés comparables repose sur le résultat attendu pour les deux prochaines années (année civile 2014E et année civile 2015E), ces résultats reflètent la valeur de l'entreprise dans une optique plutôt à court terme. Les potentiels de croissance et d'amélioration des marges réalisables à moyen terme ainsi qu'un stade spécifique dans le cadre d'un cycle des affaires ne sont contenus que si les sociétés comparables ont des potentiels de croissance et de marge comparables et se trouvent dans la même phase du cycle des affaires.

Choix de sociétés comparables à Swisslog

La sélection de sociétés comparables pour Swisslog s'avère une tâche ardue du fait que l'entreprise opère dans une association unique (du moins en ce qui concerne des sociétés comparables cotées) de domaines d'activité et de marchés finaux avec un modèle commercial très spécifique. Swisslog, en tant qu'intégrateur de systèmes, offre d'une part une multitude de composants et de modules stand-alone fabriqués en propre, d'autre part la société opère aussi, à côté du domaine d'activité intralogistique pour centres de stockage et de distribution, dans le segment de la santé où elle offre des solutions d'intralogistique et de gestion automatisée de médicament dans les hôpitaux. Malgré son organisation internationale, Swisslog réalise une grande partie de ses recettes dans le secteur HCS en Amérique du Nord (environ 60% dans l'exercice 2013). Le reste du chiffre d'affaires provient d'Europe (environ 23% en 2013) et en Asie (environ 17% en 2013), en anticipant toutefois une croissance supérieure à la moyenne du chiffre d'affaires réalisé en Asie dans les années à venir. Tous segments confondus, Swisslog a généré dans l'exercice 2013 51% du chiffre d'affaires total en Europe, 32% en Amérique du Nord et 17% en Asie.

Afin de tenir compte de cette situation, BJSS a formé un groupe de comparaison qui reflète les caractéristiques de Swisslog en termes de produits et prestations de services, zones géographiques et marchés finaux aussi bien que possible. Les entreprises retenues pour ce groupe sont essentiellement des intégrateurs de systèmes et des fabricants de composants opérant sur le marché intralogistique international, avec une rentabilité comparable au niveau EBITDA et EBIT. A noter que la société Omnicell retenue comme étant active dans le domaine de la santé et cotée en bourse, et un profil au moins partiellement comparable en termes de produits et de profil de rentabilité, était la seule disponible pour le domaine d'activité HCS. Quant à la comparabilité sur le plan géographique, les marchés

domestiques de la plupart des sociétés comparables se situe en Europe et en Asie, avec notamment aussi une proportion relativement élevée du chiffre d'affaires réalisées par les sociétés comparables asiatiques en Amérique du Nord. L'activité de Swisslog en Amérique du Nord est, notamment par rapport au segment HCS, considérée par l'intégration partielle de la société américaine Omnicell dans le groupe de référence. Les critères concrets de sélection ainsi que les sociétés comparables choisies sont présentés dans le tableau ci-dessous (Tableau 6)

Tableau 6 : Synthétique des sociétés comparables

Sociétés comparables		
Critères de sélection	1) Concurrent de Swisslog dans le secteur de l'intralogistique (centres de stockage/distribution et santé) 2) Portefeuille de produit comparable 3) Profil de rentabilité semblable 4) Adéquation géographique équilibrée	
Sociétés sélectionnées	Kardex Daifuku Tsubakimoto Omnicell	Interroll Wincanton Jungheinrich

Source : BJSS

Les multiples EBITDA et EBIT pour les deux exercices à venir (2014E et 2015E) ont été calculés pour les sociétés comparables sélectionnées. Bien que des sociétés potentiellement comparables, mais présentant des chiffres clés financiers au niveau EBITDA et EBIT, aient été exclues du groupe de référence, il y a toujours des écarts significatifs en termes de marge entre les entreprises sélectionnées. C'est pourquoi il a été renoncé à effectuer une évaluation par le biais des multiples de chiffre d'affaires.

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

En accordant le même poids aux multiples EBITDA et EBIT, on aboutit à une fourchette de valorisation de CHF 1.10 à CHF 1.21 par action Swisslog avec une fourchette d'évaluation de la valeur moyenne +/- 5%.

Le résultat de l'analyse Compco donne ainsi un chiffre inférieur à la valorisation DCF, ce qui s'explique, entre autres, par le fait que Swisslog n'atteindrait pas encore l'objet de marge d'un EBIT de 5% en 2014 et 2015.

4.3. Valorisation sur la base de transactions comparables (Compac)

Importance

Si un acheteur stratégique et un vendeur veulent se mettre d'accord sur un prix d'achat en vue d'une reprise, les deux parties doivent évaluer le potentiel de marché résultant de leur association et le potentiel de synergie dans le cadre de leurs estimations. Afin de profiter de ce surplus en tant qu'acheteur, celui-ci peut se déclarer prêt à intégrer une partie de ce potentiel futur dans son offre de prix, ce qui conduit à une prime sur le cours de bourse. Une analyse de transactions comparables peut donner une indication sur les multiples payés dans les situations d'OPA. Toutefois il faut dire qu'il est difficile de trouver des transactions qui soient à la fois comparable et actuelles. Celles-ci ne doivent pas être trop anciennes car les multiples payés – comme les estimations du marché des actions – peuvent fortement se modifier dans le temps.

Méthodologie

L'on obtient les multiples payés au travers de la division de la valeur de l'entreprise payée dans le cadre de l'offre d'achat par les chiffres clés financiers choisis (par exemple: chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, bénéfice net). On calcule un multiple moyen sur la base de diverses transactions que l'on multiplie avec l'excédent financier correspondant de la société cible pour obtenir sa valeur en tant que société cible.

Choix de transactions semblables

Bien qu'au cours des dernières années, un grand nombre de transactions aient eu lieu dans le secteur de l'intralogistique, il s'est avéré que, pour diverses raisons, le nombre de transactions pouvant servir de référence était très restreint. La raison principale est que soit les sociétés potentielles n'étaient pas cotées soit que le prix d'achat ou les multiples n'étaient pas publiquement disponibles.

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

- Transactions annoncées entre 2008 et 2014 (période prolongée choisie sciemment pour augmenter les chances de trouver des transactions similaires) ;
- Entreprises actives dans le domaine de l'intralogistique ;
- Multiples disponibles ;
- Offres au comptant uniquement ;

- Changement de contrôle ;
- Conclusion de la transaction avec succès.

Les multiples de sociétés comparables qui en résultent sont indiqués dans le tableau Tableau 7 ci-dessous. En l'absence de multiples EBIT pour la plupart des transactions, ce sont les multiples EBITDA qui ont servi ici. La moyenne des multiples EBITDA, après exclusion des valeurs minimales et maximales de toutes les transactions retenues, s'élève à 8.7x¹⁰.

Tableau 7 : Transactions comparables

Société cible	Société absorbante	Date de l'annonce	Type de paiement	EV (en Mio. CHF)	LTM EBITDA Multiple
Dematic	AEA / OTPP	Nov 12	Cash	936	7.8x
Fives	AXA PE	Jul 12	Cash	960	8.1x
Intelligrated	Permira	Jun 12	Cash	475	9.0x
AS Accu Sort Systems	Datalogic	Nov 11	Cash	120	7.5x
Rowa	CareFusion	Jul 11	Cash	125	8.3x
Demag Cranes	Terex	Mai 11	Cash	1'186	13.7x
Mecalux	Caja Madrid	Jun 08	Cash	1'034	10.4x

Source : Mergermarket, informations de l'entreprise, médias

Résultat de l'évaluation sur la base de transactions semblables

Il en résulte, sur la base de l'EBITDA 2014 de Swisslog, une valorisation d'un montant de CHF 1.14 par action ou, après application d'une fourchette $\pm 5\%$, un prix par action entre CHF 1.09 et CHF 1.19.

L'évaluation par la méthode des transactions comparables aboutit à un résultat nettement inférieur à celui obtenu avec la méthode DCF. Ceci s'explique principalement par le fait que le résultat au niveau de l'EBITDA de Swisslog est fortement influencé par l'environnement difficile du marché, notamment en Amérique du Nord, et se situe donc nettement en-dessous du potentiel de rendement de moyen à long terme de la société. Nous estimons par conséquent que le résultat de l'analyse Compac est très peu significatif.

4.4. Analyse des primes payées sur le marché des capitaux en Suisse (analyse des primes)

Dans une autre analyse l'on peut également juger quel est le rapport de la prime calculée en comparaison du cours moyen calculé en fonction de la pondération des volumes (VWAP) de l'action Swisslog des derniers 60 jours de bourse avant

¹⁰ Valeurs minimale et maximale du groupe de référence non considérées.

l'annonce d'une offre possible par rapport aux primes payées dans les précédentes transactions de bourse comparables.

La constellation propre influence fortement le prix dans le cadre d'une OPA. Ainsi, la hauteur de la participation de l'acheteur dans la société cible au moment de l'annonce préalable est importante. Si l'acheteur dispose déjà d'une majorité confortable du capital-actions, il sera moins disposé à accorder aux autres actionnaires une prime de contrôle supplémentaire sur le cours de l'action, puisqu'il exerce déjà un contrôle de fait sur la société. En outre, il faut également considérer le type de compensation, c'est la raison pour laquelle uniquement des offres au comptant ont été considérées dans cette analyse. Nous avons par ailleurs limité l'analyse à des transactions portant sur des volumes entre CHF 100 millions et CHF 2 milliards, donc qui concernaient des entreprises de taille moyenne. En outre, dans le passé, et à plusieurs reprises, des primes élevées ont été payées à des classes d'actions qui disposaient d'une préférence de vote, respectivement d'une valeur nominale plus faible, lors de droits de vote identiques.

Par conséquent, les critères visant la prise en considération de transactions comparables ont été fixés comme suit :

- Prise en compte de transactions à partir du 1^{er} janvier 2005 ;
- Société cible est / était cotée à la bourse SIX Swiss Exchange
- Valeur de la transaction CHF 100 millions au minimum et CHF 2 milliards au maximum ;
- Sociétés actives dans l'industrie (c'est-à-dire sans banques, assurances, prestataires de services, sociétés immobilières, de placement, etc.) ;
- Offres d'achat au comptant exclusivement ;
- Le capital-actions de la société cible se compose d'une seule classe d'actions ;
- Prise de contrôle, c'est-à-dire que l'acheteur ne détenait pas, avant le lancement de l'offre d'achat une participation supérieure à 33.3% dans la société cible.

En partant d'une prime moyenne payée à hauteur de 33.2% et du cours moyen pondéré par les volumes des actions nominatives Swisslog au cours des 60 jours précédant le 19 septembre 2014 d'un montant de CHF 1.17, le prix de l'action ainsi calculé correspond à CHF 1.55. Si l'on considère en plus le cours moyen pondéré par les volumes des 12 derniers mois avant le 19 septembre 2014 à hauteur de CHF 1.12, il en résulte un prix par action de CHF 1.50.

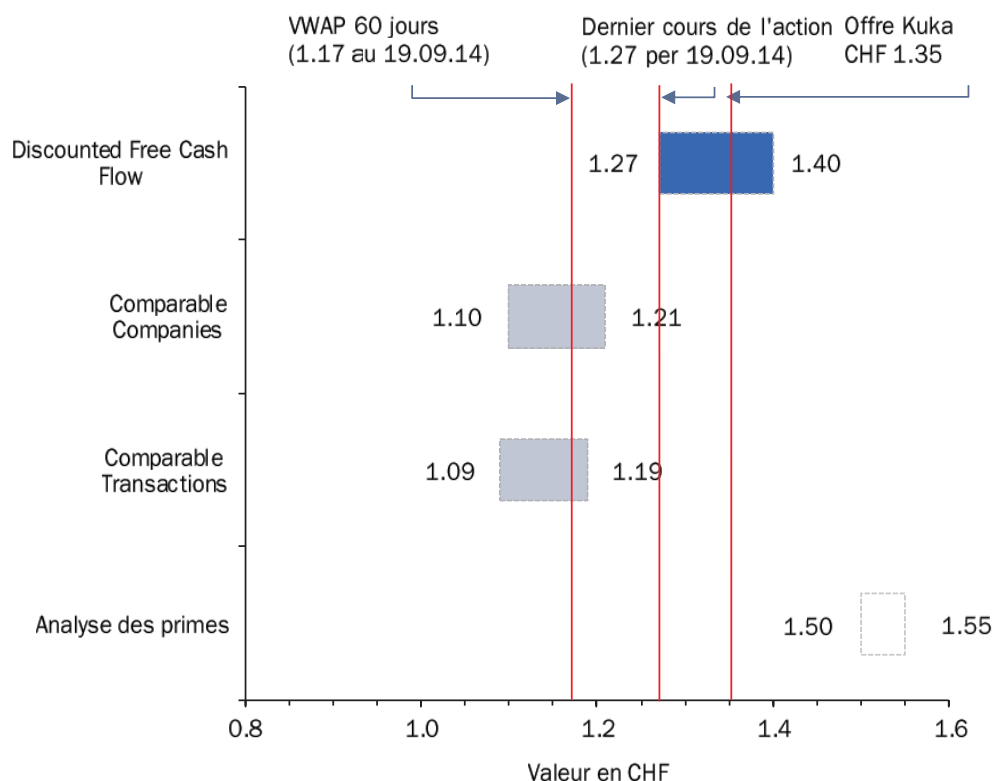
L'évaluation des primes obtenues sur le marché suisse des capitaux est représentée dans l'annexe 3 Analyse de prime. A noter pour le résultat de l'analyse de prime que la base initiale, à savoir le VWAP 60 jours, est peu significatif. Nous supposons que le cours du titre depuis un certain temps déjà, c'est-à-dire depuis le milieu de l'année 2012, comprend déjà une prime d'achat en raison des achats de prise de participation répétés de Grenzebach et Swoctem (voir ci-après dans Tableau 8), mais dont l'importance ne peut pas être quantifiée. En appliquant la prime moyenne résultant de l'analyse payée en Suisse sur le VWAP 60 jours avant l'annonce de l'offre, il serait très probable que la prime soit intégrée (au moins partiellement) deux fois. Dans ce contexte, nous renonçons ici à utiliser l'analyse des primes pour évaluer l'équité financière de la présente offre d'achat.

Tableau 8 : Acquisition de participations Swisslog soumises à l'obligation de déclarer

Date de l'annonce	Actionnaire	Seuil obligatoire de déclaration
06.09.2014	SWOCTEM	15%
24.01.2014	SWOCTEM	10%
11.12.2013	Grenzebach	25%
29.05.2013	SWOCTEM	5%
12.09.2012	Grenzebach	20%
12.09.2012	Grenzebach	15%
22.05.2012	Grenzebach	10%

4.5. Résumé des résultats d'évaluation

Illustration 5 : Résumé des résultats d'évaluation



Source : BJSS

Le résultat d'évaluation obtenue avec la méthode DCF est nettement supérieur à celui obtenu avec l'analyse de sociétés comparables (Comparable Companies) et nettement supérieur à celui obtenu avec l'analyse de transactions comparables. Un résultat sur la base de sociétés comparables inférieur à celui de l'analyse DCF est habituel. Ceci s'explique principalement aussi, entre autres, par le fait que Swisslog est loin d'atteindre la marge EBIT de 5% visée à moyen terme pour 2014 et 2015 selon les plans financiers.

En revanche, le résultat sur la base de transactions comparables est plutôt inhabituel. En général, à condition de disposer de transactions vraiment comparables, il se situe dans la fourchette du résultat obtenu par le biais de la méthode DCF. Dans le présent cas, la différence résulte du fait que Swisslog

atteindra, sur la base de plans financiers, une marge EBIT de 2.7% en 2014, tandis que le résultat d'évaluation de la méthode DCF s'appuie sur la marge EBIT durable visée de 5%.

Comme déjà expliqué dans la rubrique 4.4, selon l'avis de BJSS, l'analyse de prime n'est pas pertinente dans le cas présent, étant donné que le cours moyen pondéré par les volumes des 60 jours et des 12 mois précédant la date d'évaluation¹¹ n'est pas significative. Il manque par conséquent une base adéquate permettant de déterminer une fourchette de valeur en appliquant l'analyse de prime.

Nous nous basons pour cette raison sur le résultat obtenu par la méthode DCF qui aboutit, à notre avis, à un résultat d'évaluation concluant. BJSS a pu prendre connaissance, de manière approfondie, des activités de la société et de ses plans financiers et d'en tenir compte pour l'évaluation DCF. BJSS estime que les résultats de l'analyse de transactions comparables tout comme de l'analyse de sociétés comparables rendent le résultat de la méthode DCF plausible, puisque les écarts sont faciles à comprendre et à expliquer.

Sur la base de la méthodologie expliquée ci-dessus pour valoriser Swisslog et en appliquant une fourchette de +/- 5% sur le résultat de l'évaluation par le biais de l'analyse DCF, c'est-à-dire CHF 1.33 par action Swisslog, on obtient une fourchette de prix entre CHF 1.27 et CHF 1.40.

Le prix de CHF 1.35 proposé par Kuka dans le cadre de son offre se situe ainsi légèrement au-dessus du résultat de l'analyse DCF et de la fourchette d'évaluation obtenue avec cette méthode.

¹¹ 19 septembre 2014

Chapitre 5 – Résultat de l'expertise

En se basant sur les analyses d'évaluation et les réflexions contenues dans cette expertise, le prix de l'offre devrait se situer, du point de vue de l'équité financière, dans la fourchette d'évaluation calculée entre CHF 1.27 et CHF 1.40 par action nominative de Swisslog. Cette affirmation s'appuie principalement sur le résultat de l'évaluation DCF.

De cette façon, nous jugeons le prix de CHF 1.35 offert par Kuka dans le cadre de l'offre d'achat comme financièrement équitable et adaptée.

Le contrôle de plausibilité à l'aide des résultats de l'analyse de sociétés comparables et de transactions comparables confirme ce résultat.

Important pour les actionnaires privés

Le résultat de cette expertise ne prend pas en considération les possibles conséquences fiscales pour certains actionnaires. Des données à ce sujet se trouvent dans le prospectus d'offre de Kuka.

Zurich, le 25. septembre 2014

Banque J. Safra Sarasin SA

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess

Annexes

Annexe 1 : Multiples de sociétés comparables (Compc)

Société	Pays	Monnaie	Cours de l'action	Cap. bours.	Multiplicateurs EBITDA			Multiplicateurs EBIT			LFY	LFY
			19.09.2014	(in Mio.)	CY 2014E	CY 2015E	CY 2016E	CY 2014E	CY 2015E	CY 2016E	EBITDA Margin in %	EBIT Margin in %
SWISSLOG HLDG-R	SWITZERLAND	CHF	1.3	322	10.6x	9.1x	8.4x	15.5x	12.7x	11.5x	4.8%	3.2%
KARDEX AG-REG	SWITZERLAND	CHF	43.7	282	6.7x	6.1x	5.8x	8.2x	7.4x	6.9x	11.9%	9.8%
DAIFUKU CO LTD	JAPAN	JPY	1328.0	161'122	10.9x	9.5x	8.6x	14.0x	12.5x	11.7x	6.8%	5.2%
TSUBAKIMOTO CHAI	JAPAN	JPY	908.0	169'897	7.2x	6.9x	6.5x	10.4x	10.2x	9.5x	14.9%	9.7%
OMNICELL INC	UNITED STATES	USD	27.1	812	8.4x	7.3x	6.4x	12.2x	10.2x	8.5x	14.1%	9.3%
INTERROLL HLDG-R	SWITZERLAND	CHF	550.0	468	10.7x	9.1x	8.3x	19.3x	14.2x	12.4x	14.4%	8.7%
WINCANTON PLC	BRITAIN	GBP	1.4	172	7.3x	7.2x	7.1x	9.8x	9.6x	9.4x	5.8%	4.4%
JUNGHEINRICH-PFD	GERMANY	EUR	43.0	1'460	7.3x	6.8x	6.3x	13.3x	12.0x	10.9x	15.1%	7.5%
Moyenne					8.4x	7.6x	7.0x	12.5x	10.9x	9.9x		
Moyenne w/o Min/Max					8.2x	7.5x	6.9x	11.9x	10.9x	10.0x		
Mediane					7.3x	7.2x	6.5x	12.2x	10.2x	9.5x		

Annexe 2 : Multiples de transactions comparables (Compac)

Société cible	Société absorbante	Date de l'annonce	Type de paiement	EV (en Mio. CHF)	LTM EBITDA Multiple
Dematic	AEA / OTPP	Nov 12	Cash	936	7.8x
Fives	AXA PE	Jul 12	Cash	960	8.1x
Intelligrated	Permira	Jun 12	Cash	475	9.0x
AS Accu Sort Systems	Datalogic	Nov 11	Cash	120	7.5x
Rowa	CareFusion	Jul 11	Cash	125	8.3x
Demag Cranes	Terex	Mai 11	Cash	1'186	13.7x
Mecalux	Caja Madrid	Jun 08	Cash	1'034	10.4x
Moyenne					9.3x
Moyenne w/o Min/Max					8.7x
Mediane					8.3x

Annexe 3 : Analyse de primes

Société cible	Société acquérante	Date de l'annonce ¹⁾	Valeur totale de la transaction (Capital propre en CHF Mio.)	Participation dans la société cible au moment de l'annonce	Participation société cible atteinte	Niveau d'acceptation minimum	Prime sur base de VWAP ²⁾	Proportion de cash
Büro-Fürer	Holding Lyreco International	11.03.2005	54	15%	100%	-	40%	100%
EIC Electricity SA	Gehold SA	18.02.2005	40	74%	96%	-	6%	100%
Absolute Managers SA	Absolute Private Equity SA	24.11.2005	136	24%	97%	N/A	2%	100%
Société Montreux-Palace SA ⁷⁾	Sodereal Holding SA	30.11.2005	58	84%	99%	N/A	67%	100%
Gomernat Bahn AG ⁷⁾	BVZ Holding AG	23.05.2005	48	44%	96%	-	51%	15%
Saia-Burgess ³⁾	Gatebrook (Johnson)	30.06.2005	695	0%	99%	50%	40%	100%
Leica Geosystems ³⁾	Hexagon AB	13.06.2005	1463	1%	97%	50%	51%	80%
Sama Kunststoff	Sika	12.09.2005	399	0%	98%	67%	15%	100%
Berna Biotech	Crucell	01.12.2005	589	0%	97%	67%	19%	0%
Amazys	X-Rite	31.01.2006	364	0%	97%	70%	38%	73%
Leclanché Switzerland	EnergyGroup Holding	21.02.2006	25	51%	79%	-	8%	100%
Generali (Schweiz) Holding	Assicurazioni Generali S.p.A.	06.03.2006	1091	67%	95%	90%	24%	100%
Aare-Tessin AG für Elektrizität	Motor Columbus SA	24.03.2006	0	91%	92%	-	1%	0%
Energie Electrique du Simplan	Energie Ouest Suisse	28.06.2006	101	90%	91%	-	14%	100%
Agie Chamillies	Georg Fischer	22.08.2006	733	80%	93%	90%	14%	100%
Saurer	Unaxis (today's OC Oerlikon)	06.09.2006	1964	45%	99%	50% + 1 share	36%	100%
SIG ³⁾	Rank Group	25.09.2006	2739	0%	75%	67%	52%	100%
Bank Linth ³⁾	LLB	03.11.2006	435	1%	72%	67%	31%	100%
Serono S.A.	Merck Vierte Allgemeine Beteiligungsges.	21.09.2006	21'931	76%	99%	-	31%	100%
Gétaz Romang Holding	CRH Europe Holding	05.03.2007	537	33%	99%	67%	25%	100%
Conerium Holding AG	SCOR	26.03.2007	2'997	33%	96%	50%	16%	20%
Unilabs S.A. 10)	Capio Laboratories AB	07.08.2007	754	38%	99%	-	30%	100%
Henniez	Nestlé	04.09.2007	212	62%	100%	-	-5%	100%
Imperia ⁴⁾	LL Investments (Laxey Partners)	01.11.2007	614	34%	-	-	6%	100%
SEZ	LAM	11.12.2007	639	7%	95%	67%	54%	100%
Von Roll ⁴⁾	Aktionärsgruppe von Fink	12.12.2007	1'567	44%	63%	-	0%	100%
Baumgartner ⁵⁾	Behr Bircher Cellpack	29.02.2008	60	26%	91%	67%	11%	100%
Eichhof Getränke Holding AG ⁵⁾	Heineken International B.V.	10.04.2008	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	100%
Speedel	Novartis	10.07.2008	1'016	61%	100%	-	80%	100%
Hestand Holding AG	IAWS Group	09.06.2008	962	64%	-	-	2%	0%
Sia Abrasives ³⁾	Bosch	26.08.2008	316	23%	100%	keine	17%	100%
Ciba	BASF	15.09.2008	3'346	1%	95%	67%	64%	100%
Quadrant	Aquamit BV	05.04.2009	237	33% ⁶⁾	95%	67%	58%	100%
Metraux Services Holding AG	Swiss Automotive Group AG	13.05.2009	68	54%	99%	-	51%	100%
Jelmoli Holding AG	Swiss Prime Site AG	02.06.2009	1'500	28%	97%	-	15%	0%
LO holding Lausanne-Ouchy S.A.	Mobimo Holding AG	23.07.2009	162	22%	99%	67%	8%	0%
Canon Schweiz AG	Canon Europa N.V.	17.09.2009	197	98%	100%	-	43%	100%
Athris Holding AG	Pelham Investments AG	18.09.2009	801	92%	95%	-	16%	100%
Day Software Holding AG	Adobe Systems Benelux B.V.	28.07.2010	219	11%	99%	67%	59%	100%
Neue Aargauer Bank AG	Credit Suisse Group AG	22.09.2010	2'681	99%	100%	-	24%	100%
Cham Paper Holding AG ⁴⁾	Buru Holding AG	02.11.2009	121	39%	40%	-	0%	100%
Winterthur Technologie AG	3 M (Schweiz)	06.12.2010	363	14%	85%	67%	23%	100%
Datacol ⁷⁾	Werner Dubach	16.12.2010	71	33%	77%	-	25%	100%
Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen III AG	17.01.2011	267	33%	81%	50%	7%	100%
Genolier Swiss Medical Network SA	M.R.S.I. Medical Research, Services & In	20.01.2011	116	55%	84%	-	8%	100%
Schultess Group AG	Nibe Industrier AB	11.04.2011	629	31%	97%	67%	26%	60%
Edipresse SA ⁵⁾	Lamunère SA	17.05.2011	2'378	78%	92%	-	N/A	100%
EGL AG	AXPO Holding AG	20.06.2011	2'244	91%	100%	-	21%	100%
Escor Casinos & Entertainment AG ⁷⁾	Highlight Communications AG	16.09.2011	22	30%	58%	50%	0.4%	100%
Uster Technologies AG ⁸⁾	Toyota Industries Corporation	08.11.2011	393	28%	99%	67%	48%	100%
Newave Energy Holding AG	ABB Schweiz AG	12.12.2011	169	0%	99%	67%	36%	100%
Bank Sarasin & Cie AG ³⁾	JSH S.A.	31.07.2012	1'391	69%	99%	-	3%	100%
Fortimo Group AG	Forty Plus AG / Fortimo Group AG	10.04.2013	200	87%	90%	-	19%	100%
Schmolz+Bickenbach AG ⁴⁾	Venetos Holding AG	28.06.2013	337	40%	41%	-	0%	100%
Società Elettrica Sopracenerina SA	SES Holding SA	05.08.2013	164	74%	98%	-	2%	100%
Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	02.10.2013	398	0%	94%	67%	53%	100%
Absolute Invest AG ⁷⁾	Alpine Select AG	09.10.2013	165	57%	99%	-	3%	100%
Tornos Holding AG ⁴⁾	Walter Fust (private investor)	25.11.2013	93	33%	43%	-	4%	100%
Victoria Jungfrau Collection AG ³⁾	Aevis Holding SA	24.10.2013	86	11%	71%	50%+1 share	70%	100%
Publigruppe AG ^{3) 9)}	Swisscom AG	17.04.2014	473	19%	98%	67%	73%	100%
Prime moyenne 100% cash transactions avec changement de contrôle							33.2%	

¹⁾ Date de l'annonce de la première offre

²⁾ Prix moyen pondéré par les volumes (VWAP) sur les 60 jours de négoce précédant l'annonce de rachat

³⁾ Offre concurrente

⁴⁾ Aucune intention de l'acquérante d'acquérir d'autres actions (utilisation de la règle sur le prix minimum; pas intégré dans le calcul des moyennes)

⁵⁾ Prix de marché non disponible, car division Boissons non cotée séparément

⁶⁾ En plus 4.1% par des options

⁷⁾ Titre non liquide (prix minimum)

⁸⁾ Offre volontaire non soumise au VWAP à 60 j

⁹⁾ Offre augmentée par la société acquérante

¹⁰⁾ Banque J. Safra Sarasin: participation de 46% correspondait à env. 69% des droits de vote / Unilabs: offrant détenait 50.08% des droits de vote

Source: Bloomberg, Commission suisse des OPA («COPA»)

Annexe 4 : Bêtas de sociétés cotées comparables

Sociétés comparables	Levered adj. Beta ¹⁾	Endettement net/ Cap. bours.	Taux marginal d'imposition ²⁾	Unlevering factor ³⁾	Unlevered adj. Beta ⁴⁾
KARDEX AG-REG	0.816	0%	21.7%	1.00	0.82
DAIFUKU CO LTD	1.007	23%	35.6%	0.87	0.88
TSUBAKIMOTO CHAI	0.968	18%	35.6%	0.90	0.87
OMNICELL INC	0.788	0%	31.6%	1.00	0.79
JUNGHEINRICH-PFD	0.893	70%	30.0%	0.67	0.60
Moyenne	0.89	22.2%	30.9%	0.89	0.79

1) Source: Bloomberg

2) Taux marginal d'imposition comme indiqué par l'entreprise dans le rapport annuel; si non disponible: tiré de KPMG company tax rate survey 2013

3) Unlevering Factor = $1/(1+(1-\text{Taux marginal d'imposition}) \times (\text{Endettement net/Capitalisation boursière}))$

4) Unlevered Beta = Adjusted Beta * Unlevering Factor

Coordonnées de contact

Interlocuteurs

Banque J. Safra Sarasin SA

General Guisan-Quai 26
CH-8022 Zurich

Alexander Cassani

Corporate Finance
Managing Director
+41 58 317 36 73
alexander.cassani@jsafrasarasin.com

Matthias Spiess

Corporate Finance
Managing Director
+41 58 317 36 80
matthias.spiess@jsafrasarasin.com