



FAIRNESS OPINION

CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE D'ACQUISITION DE BEHR BIRCHER
CELLPACK BBC SA POUR L'ENSEMBLE DES ACTIONS NOMINATIVES DE GROUPE
BAUMGARTNER HOLDING SA

5 SEPTEMBRE 2019

ABRÉVIATIONS ET DÉFINITIONS

Abréviation	Définition
ANAV	Net Asset Value Ajustée («Adjusted Net Asset Value»)
BDO	BDO SA, Zurich
Groupe BBC	Toutes les sociétés de Behr Bircher Cellpack BBC SA
GBH	Groupe Baumgartner Holding SA
LIMF	Loi sur l'infrastructure des marchés financiers
NAV	Net Asset Value
SIX	SIX Swiss Exchange
VWAP	Volume weighted average price / Cours moyenne calculé en fonction de la pondération des volumes des 60 derniers jours de bourse avant la publication de l'annonce préalable

TABLE DES MATIÈRES

1	Introduction	4
	Situation initiale	5
	Mandat donné à BDO et bases	6
	Procédure d'évaluation et principes d'évaluation	7
	Bases d'informations	8
	Présentation de Groupe Baumgartner Holding SA	9
2	Considérations liées à l'évaluation	10
	Méthodologie	11
	Adjusted Net Asset Value	12
	Analyse de liquidité de l'action	13
	Valeur par action inclus décote pour illiquidité	14
	Considérations alternatives pour les actionnaires	15
3	Résultat de la Fairness Opinion	16
	Conclusion	17
4	Annexes	18
	Analyse décote pour illiquidité	19

INTRODUCTION

Thème	Page
Situation initiale	5
Mandat donné à BDO et bases	6
Procédure d'évaluation et principes d'évaluation	7
Bases d'informations	8
Présentation de Groupe Baumgartner Holding SA	9

SITUATION INITIALE

Offre ¹⁾

Le 29 juillet 2019, Behr Bircher Cellpack BBC SA a publié une annonce préalable pour une offre publique d'acquisition de l'ensemble des actions nominatives en circulation d'une valeur nominale de CHF 70 par action. La contre-prestation à payer s'élève à CHF 425 par actions nominative.

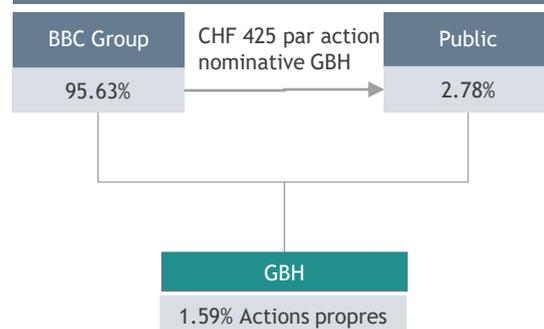
¹⁾ De plus amples informations sur l'offre et les conditions figurent dans l'annonce préalable du 29 juillet 2019.

Société cible

Société	No. de valeur	Ticker	Place boursière
Groupe Baumgartner Holding AG	217'577	BAP	SIX Swiss Exchange

Source: SIX Swiss Exchange

Structure de participation actuelle



Source: GBH

Situation initiale

- ▶ Le Groupe Baumgartner Holding SA («GBH») est une société anonyme de droit suisse dont le siège social se situe à Crissier. GBH est cotée à la SIX Swiss Exchange. Le 26 juillet 2019 (date d'évaluation), la capitalisation boursière de l'entreprise s'élevait à CHF 42,6 millions.
- ▶ GBH n'exerce aucune activité et n'a aucun employé direct. La société est une pure société holding, sans participations. Ses seuls revenus sont les recettes d'intérêts tirées des prêts accordés à l'actionnaire principal Behr Bircher Cellpack BBC SA («Groupe BBC») et à la société affiliée BBC Cellpack SA (cf. page 9).
- ▶ Le capital-actions souscrit de GBH, d'un montant de CHF 9'100'000, est divisé en 130'000 actions nominatives entièrement libérées d'une valeur nominale de CHF 70 par action.
- ▶ GBH ne dispose d'aucun capital autorisé ou conditionnel.
- ▶ Les statuts de GBH contiennent une clause (clause d'opting out) libérant les offrants de l'obligation de présenter une offre selon les articles 135 et 163 de la loi sur l'infrastructure des marchés financiers («LIMF») du 19 juin 2015. Etant donné que Groupe BBC détient depuis plusieurs années plus de 50% des droits de vote de GBH et que cette participation n'est jamais tombée en dessous de cette valeur-seuil, l'offre de Groupe BBC n'est soumise ni à la loi sur l'infrastructure des marchés financiers («LIMF») ni aux dispositions réglementaires concernant l'offre obligatoire, y compris les règles du prix minimum, qui ne s'appliquent pas.
- ▶ A la date d'évaluation, 124'319 actions de GBH (95,63%) sont détenues par l'offrant Groupe BBC. 2069 actions supplémentaires (1,59%) sont des actions propres et 3612 actions (2,78%) sont en mains du public, comme présenté dans le graphique ci-contre.
- ▶ Groupe BBC est, pour sa part, détenu à 91% par Prof. Dr. Giorgio Behr, le président du Conseil d'administration de GBH.
- ▶ Par le biais de sa filiale BBC Cellpack, Groupe BBC est actif dans les domaines de la distribution d'énergie, du traitement des plastiques, des techniques médicales et de l'emballage, et il couvre les domaines de la sécurité et du confort avec la production de systèmes de capteurs et de solutions d'automatisation par BBC Bircher.

Offre

- ▶ Groupe BBC prévoit de soumettre une offre publique d'achat pour toutes les actions nominatives en circulation de GBH. L'offre portant sur les actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 70 par action se compose, conformément à l'annonce préalable du 29 juillet 2019, d'une offre en espèces d'un montant de CHF 425. L'offre devrait être publiée le 9 septembre 2019.
- ▶ L'offre vise à la décote des actions de GBH et à porter la participation de BBC dans GBH à 100%.

MANDAT DONNÉ À BDO ET BASES

Mandat de BDO

BDO évalue l'adéquation financière de l'offre de Groupe BBC («l'offrant») du 9 septembre 2019 de CHF 425 par action pour le conseil d'administration de la société cible GBH.

Mandat

- ▶ Le conseil d'administration de GBH a chargé BDO SA («BDO») d'évaluer l'adéquation financière de l'offre de Groupe BBC du point de vue des actionnaires publics dans le cadre d'une fairness opinion.
- ▶ Conformément à l'Ordonnance de la Commission des OPA (COPA), la présente fairness opinion est exclusivement destinée au conseil d'administration de GBH, à titre d'élément du rapport que celle-ci doit fournir aux actionnaires concernant la proposition de Groupe BBC.
- ▶ La présente fairness opinion peut être publiée dans le contexte de l'offre publique d'acquisition. En outre, le prospectus d'offre du 9 Septembre 2019 peut également y faire référence. Toute utilisation à d'autres fins n'est pas autorisée.
- ▶ La fairness opinion ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics de GBH d'accepter ou de rejeter l'offre.
- ▶ Elle ne contient en outre aucune évaluation des points suivants:
 - conditions de paiement ou autres conditions de l'offre de Groupe BBC;
 - évaluation juridique et fiscale de la structure de transaction;
 - répercussions possibles d'une acceptation ou d'un rejet de la proposition de l'offrant; et
 - déclarations sur la valeur future des actions de GBH.
- ▶ Dans le cadre de son travail, BDO n'a procédé ni à une révision en vertu du droit des obligations ni à une quelconque forme de due diligence.
- ▶ Cette fairness opinion a été envoyée au conseil d'administration de GBH le 5 Septembre 2019. La date d'évaluation est le 26 juillet 2019, le dernier jour de négoce avant l'annonce préalable du 29 juillet 2019.
- ▶ Pour cette tâche, BDO ne perçoit aucune rémunération qui dépendrait de certaines déclarations sur l'évaluation de GBH ou du résultat de la transaction.
- ▶ Cette fairness opinion existe en outre en allemand.

PROCÉDURE D'ÉVALUATION ET PRINCIPES D'ÉVALUATION

Méthodes d'évaluation

Net Asset Value Ajustée («ANAV»)

Analyse du prix de l'action et le volume négoce à la SIX

Source: BDO

Calcul du nombre d'actions pertinentes

	Nombre d'actions
Actions émises	130'000
./. Actions propres totales	- 2'069
Actions en circulation totales	127'931

Source: GBH

Procédure d'évaluation

- ▶ Pour évaluer l'adéquation financière de l'offre, BDO a mené des réflexions sur la valeur de GBH et procédé à des analyses sur l'entreprise.
- ▶ L'évaluation repose sur le fait que GBH, comme mentionné plus haut, ne présente aucune activité opérationnelle ni n'emploie aucun collaborateur. Ses revenus proviennent des intérêts sur les prêts accordés à l'actionnaire principal Groupe BBC et la société affiliée BBC Cellpack SA, d'un montant total de CHF 48,9 millions au 30 juin 2019. Les dépenses consistent en des coûts liés à la cotation en Bourse, des honoraires de révision ainsi que des honoraires pour le CFO externe ainsi que le conseil d'administration.
- ▶ Il ressort de notre analyse une évaluation de la valeur des fonds propres de GBH. Cette valeur implicite d'une action de GBH donne une indication permettant d'évaluer l'adéquation financière de l'offre de Groupe BBC.
- ▶ Les répercussions possibles de l'offre sur chacun des actionnaires, p. ex. les conséquences fiscales, n'ont pas été prises en compte car ce n'était pas là l'objet de notre mandat. De plus, la multitude des actionnaires et des situations initiales serait impossible à refléter.

Principes d'évaluation

- ▶ L'objet de l'évaluation est GBH avec la substance disponible déterminante à la date d'évaluation du 26 juillet 2019, en tenant compte des produits des intérêts et frais d'administration courus.
- ▶ Pour l'évaluation d'une action de GBH au 26 juillet 2019, nous sommes partis du principe que GBH poursuivait son activité de manière indépendante («Going Concern»). Il n'a pas été tenu compte des effets des acquisitions futures et des éventuels potentiels de synergie avec un investisseur dans l'évaluation. Nos travaux sont donc fondés sur une approche isolée «stand-alone». Nous sommes également partis du principe que l'activité de GBH ne subira pas de modification importante.

Choix des méthodes d'évaluation et procédure

- ▶ Le cours boursier d'une société cotée est en principe un indicateur fiable pour la détermination de sa valeur. Ceci présuppose toutefois l'existence d'un négoce suffisamment liquide. Comme exposé ci-après, ce n'est pas le cas pour GBH. Le négoce des actions nominatives de GBH est illiquide et le cours boursier ne constitue pas un indicateur fiable pour la détermination de la juste valeur de l'action.
- ▶ L'entreprise n'exerçant aucune activité commerciale, elle est évaluée à la valeur intrinsèque ajustée à la date d'évaluation. Divisée par le nombre d'actions en circulation, cette valeur permet de déterminer la valeur par action.

BASES D'INFORMATIONS

Principales données de base / sources

Comptes annuels publiés

- Comptes annuels audités et publiés au 31 décembre des années 2018, 2017, 2016, etc.
- Rapport intermédiaire au 30 juin 2019

Données du marché financier

- Thomson Reuters EIKON, SIX Swiss Exchange

Informations complémentaires

- Sources publiques relatives à Groupe BBC

Source: BDO

Informations mises à notre disposition

- ▶ La détermination de la valeur est basée sur des données financières historiques ainsi que sur des informations qui nous ont été fournies par GBH ou qui ont été obtenues directement sur le site Internet de la société. Ces documents et informations figurent dans le tableau ci-contre.
- ▶ Nous avons également eu la possibilité d'adresser des questions écrites et orales au conseil d'administration de GBH et de procéder à un examen et une discussion critique des informations reçues.
- ▶ La présente évaluation repose en majeure partie sur des informations qui nous ont été fournies par GBH. Notre responsabilité se limite à l'analyse minutieuse et professionnelle de ces informations.
- ▶ Lors de l'établissement de l'expertise d'évaluation, BDO a supposé que les informations financières et autres données sur GBH était correctes et complètes. BDO s'est appuyée sur ces informations sans assumer la responsabilité de leur examen indépendant.
- ▶ Dans ce contexte, la direction de GBH a confirmé à BDO qu'elle n'avait connaissance d'aucun fait ni d'aucune circonstance en vertu desquels les informations et les documents mis à disposition pourraient être incomplets, incorrects ou trompeurs.
- ▶ Les informations et les critères qui figurent dans ce document s'appuient sur l'environnement économique, le contexte de marché et des entreprises prévalant à la date de remise du rapport, le 26 juillet 2019. Des circonstances ultérieures peuvent avoir des répercussions sur les informations qui ont été utilisées comme base de la présente analyse. BDO n'est pas tenue d'actualiser, de vérifier ou de confirmer ultérieurement les informations contenues dans ce document.

PRÉSENTATION DE GROUPE BAUMGARTNER HOLDING SA

Historique et ratios financiers historiques

Chiffres-clés du compte de résultat

Compte de résultat (en CHF'000)	2014	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Selon Swiss GAAP FER						
Revenu d'intérêts	350.9	315.3	354.0	415.4	400.9	183.0
EBITDA	43.3	-35.6	19.8	84.0	123.2	207.7
EBIT	43.3	-35.6	19.8	84.0	123.2	-27.3
Bénéfice net	-6.0	3.0	19.8	77.4	116.1	-27.9

Source: Rapport annuelles GBH, nombres arrondis

Bilans historiques

Bilan (en CHF'000)	2014	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Selon Swiss GAAP FER						
Liquidités	34'534	23'697	18'753	18'223	9'137	9'544
Prêts à Cellpack AG	25'575	17'000	17'000	17'000	17'000	17'000
Prêts à BBC AG	0	19'200	24'150	24'650	32'234	31'884
Actif	60'206	59'986	59'905	59'978	58'522	58'552

Fonds propres	59'382	59'385	59'406	59'482	58'063	58'036
Passif	60'206	59'986	59'905	59'978	58'522	58'552

Source: Rapport annuelles GBH, nombres arrondis

Chiffres-clés

Taux d'intérêt ¹⁾	1.5%	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%
------------------------------	------	------	------	------	------	------

Source: Rapport annuelles GBH, nombres arrondis

1) Coûts moyens des intérêts

Historique de la société

- ▶ L'histoire de GBH remonte au XIX^e siècle et à la société Stouky et Friedrich, de Lausanne, qui était active dans le commerce de papier. Joseph Baumgartner acheta l'entreprise en 1924 et diversifia les activités dans les domaines du traitement du papier et de la production de filtres à cigarettes.
- ▶ Après avoir changé de raison sociale pour Baumgartner Papiers SA en 1957, l'entreprise déménagea à Crissier en 1971 dans le cadre de sa transformation en un groupe d'entreprises international. A partir de 1977, les activités de l'entreprise couvrent quatre domaines: l'emballage de produits alimentaires, les filtres à cigarettes, les enveloppes et le papier pour l'industrie graphique.
- ▶ En 2008, l'entreprise est reprise par Groupe BBC, qui détient depuis 95,6% des actions. La dernière filiale existante de GBH, anciennement Compagnie Franco Suisse SAS et aujourd'hui Cellpack FS Packaging, a été intégrée dans Groupe BBC dans le cadre de cette transaction.
- ▶ Depuis, GBH est une pure société financière, sans activité opérationnelle propre.

Evolution de l'activité de l'entreprise

- ▶ GBH détient deux prêts actifs accordés à la société affiliée Cellpack SA et à la société mère BBC SA. Tandis que le montant du prêt à Cellpack SA est inchangé depuis 2015 à CHF 17 millions, celui accordé à BBC SA est passé de CHF 19,2 millions à CHF 32,2 millions au cours des dernières années.
- ▶ Le montant des emprunts et les intérêts sont fixés contractuellement au début de chaque exercice, le délai de préavis étant d'un an. Les intérêts pour les prêts octroyés s'élèvent en moyenne de CHF 350'000 à CHF 400'000, tandis que le taux d'intérêt moyen a baissé, en phase avec le niveau général des taux en Suisse et conformément à la législation sur les emprunts entre entreprises liées, d'environ 1,5% à tout juste 0,75%.
- ▶ Les coûts se composent, pour leur part, exclusivement de coûts administratifs pour le maintien de la cotation ainsi que les honoraires de révision et du CA. La société n'a pas de propres employés et un CFO gère l'activité de l'entreprise sur la base d'un mandat.
- ▶ Avec des revenus en baisse et des charges plus élevées, GBH enregistre une perte nette au premier semestre de l'année. Les charges administratives ont augmenté surtout à cause de l'offre publique d'acquisition.

CONSIDÉRATIONS LIÉES À L'ÉVALUATION

Thème	Page
Méthodologie	11
Adjusted Net Asset Value	12
Analyse de liquidité de l'action	13
Décote pour illiquidité de l'action	14
Considérations alternatives pour les actionnaires	15

MÉTHODOLOGIE

Méthodes d'évaluation

Net Asset Value Ajustée («ANAV»)

Analyse du prix de l'action et le volume négoce à la SIX

Source: BDO

Calcul du nombre d'actions pertinentes

	Nombre d'actions
Actions émises	130'000
./. Actions propres totales	- 2'069
Actions en circulation totales	127'931

Source: GBH

Net Asset Value ajustée

- ▶ La Net Asset Value Ajustée («ANAV» = Adjusted Net Asset Value) est la seule méthode possible pour évaluer les sociétés telles que GBH. La méthode de la NAV ou de la valeur intrinsèque représente la valeur de toutes les actions moins les dettes, ce qui correspond à la valeur des fonds propres et constitue une valeur résiduelle.
- ▶ Cela signifie que le potentiel d'appréciation et de dépréciation de l'ensemble des valeurs au bilan est examiné, qu'il est éventuellement procédé à une réévaluation et que les postes sont ajustés en conséquence. Une appréciation entraîne des impôts latents, tandis qu'une dépréciation produit des crédits d'impôt latents.

Calcul de la valeur des fonds propres par action de GBH

- ▶ La valeur des fonds propres par action résulte de la division de la valeur des fonds propres calculée par le nombre d'actions en circulation. Les actions propres détenues sont exclues, afin de prendre en compte la dilution. Le nombre d'actions en circulation à la date d'évaluation est basé sur les informations fournies par l'entreprise à cette même date. A la date d'évaluation, le nombre d'actions en circulation est de 127'931, comme calculé ci-contre.
- ▶ Concernant le calcul de la valeur par action, nous avons, dans ce qui suit, déterminé une décote pour l'illiquidité de l'action, le négoce de l'action à la Bourse étant pratiquement nul.

ADJUSTED NET ASSET VALUE

Calcul de la valeur par action

	en CHF
Valeur des fonds propres (NAV) au 30.06.2019 ¹	58'035'500
Date NAV	30.06.2019
Date d'évaluation	26.07.2019
Nombre de jours	26
ANAV à la date d'évaluation ¹⁾	58'048'415
Nombre d'actions en circulation	127'931
ANAV par action 26.07.2019 ³	453.75

¹⁾ Exprimés avec taux d'intérêts sans risque, 0.31%

Source: GBH, calculs BDO

Calcul de l'Adjusted Net Asset Value de GBH

- ▶ Comme exposé ci-dessus, nous avons déterminé l'Adjusted Net Asset Value («ANAV») de GBH. Le bilan de la société se compose, pour les actifs, des prêts accordés précédemment décrits ainsi que de liquidités et de créances à court terme à l'égard de sociétés liées. Les passifs se composent uniquement de régularisations à court terme et de provisions pour risques et frais. Le bilan ne comporte aucun poste susceptible d'appréciation ou de dépréciation, raison pour la valeur des fonds propres figurant au bilan publié le 30 juin 2019 peut servir de base à la détermination de la NAV.
- ▶ Comme exposé ci-dessus, GBH a octroyé deux prêts à des sociétés liées au 30 juin 2019:
 - BBC Cellpack SA pour un montant de CHF 17 millions
 - Behr Bircher Cellpack BBC SA pour un montant de CHF 31,9 millions
- ▶ Pour les deux prêts, GBH perçoit des intérêts de l'ordre de CHF 350'000 jusque à CHF 400'000. En 2017, le taux d'intérêt était de 1% p.a., taux qui a été abaissé à 0,75% à partir de juillet 2018, ce dernier correspond également au taux d'intérêt actuel pour 2019.
- ▶ Le montant des emprunts et les intérêts sont convenus entre les entreprises chaque années. La période de préavis pour les prêts est d'un an. Compte tenu de la grande importance de GBH, l'examen et l'évaluation de la valeur des prêts dans le cadre de l'audit annuel réalisé par l'auditeur externe constituent l'élément clé.
- ▶ Compte tenu du fait que les prêts sont annulable et remboursables annuellement, et en raison de leur importance relative dans l'audit externe des sociétés, nous considérons que la valeur des prêts figurant au bilan correspond à la valeur marchande sans restriction.

Calcul de la valeur par action de GBH

- ¹ Au 30 juin 2019, la valeur des fonds propres s'élevait à CHF 58,04 millions.
 - ² Majorée des intérêts au 26 juillet 2019, le dernier jour de négoce avant la publication de l'offre, on obtient une valeur de CHF 59,05 millions. Le taux d'intérêt sans risque est basé sur les rendements historiques moyens des emprunts d'Etat suisses à 15 ans.
 - ³ En divisant cette valeur par le nombre d'actions en circulation (127'931) à la date d'évaluation, on aboutit à une ANAV par action de CHF 454.
- ▶ Aucun dividende n'est distribué au titre de l'exercice 2018 (cf. convocation à l'assemblée générale du 28 juin 2019, publiée le 26 avril 2019).

ANALYSE DE LIQUIDITÉ DE L'ACTION

Liquidité selon la définition de la Commission des OPA

Analyse et conclusion

Durant la période de juillet 2018 à juin 2019 de détermination de la liquidité précédant l'annonce préalable du 29 juillet 2019, une (1) action a été négociée le 2 mai 2019. La médiane mensuelle des volumes quotidiens de négoce sur l'ensemble de la période était par conséquent de 0,00%, soit une valeur inférieure à la valeur seuil de la COPA de 0,04%.

Les actions GBH doivent être considérées, au sens de la définition actuelle de la Commission des OPA, comme illiquides. Il y a aucun négoce des actions pendant les douze mois précédant le jour de référence.

Informations importantes sur le négoce effectué au cours des 12 mois précédant l'annonce préalable

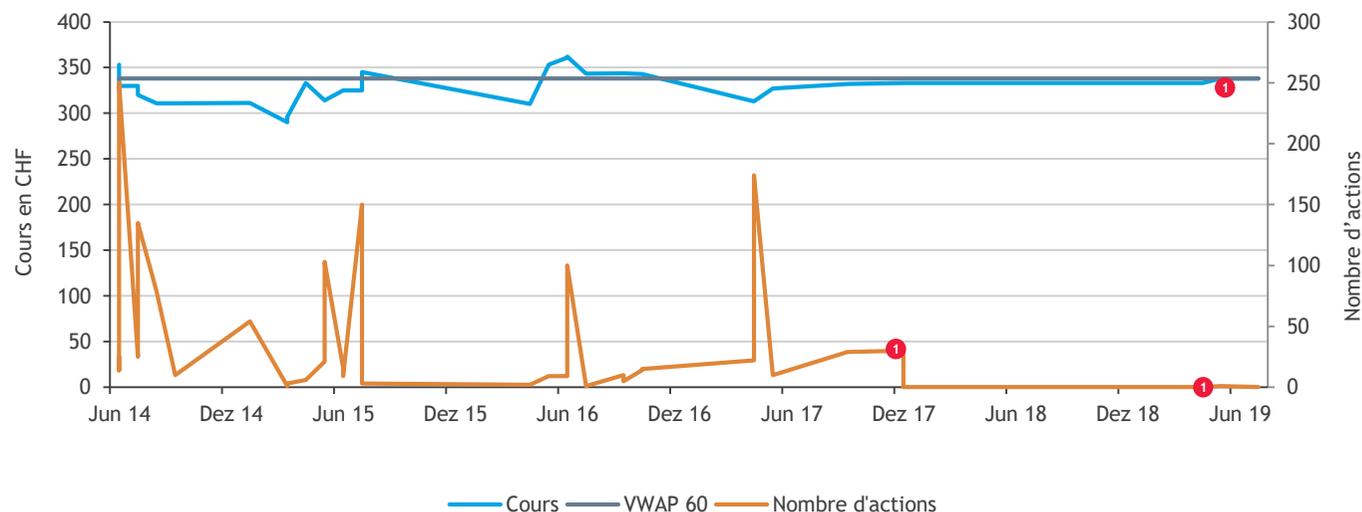
Prix le plus élevé	CHF 338.00
Prix le plus bas	CHF 338.00
Dernière prix payé avant	CHF 338.00
Dernier jour de négoce avant la publication de l'annonce préalable du 29 juillet 2019	02.05.2019
Nombre de jours de négoce effectifs durant la période de juillet 2018 à juin 2019	1 jour
Moyen actions négociées	1 action

Source: Thomson REUTERS EIKON, SIX, Analyse BDO

Analyse de la liquidité

- ▶ En vertu du droit des OPA en vigueur, toutes les actions qui ne font pas partie du Swiss Leader Index sont considérées comme liquides «si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04% de la fraction librement négociable du titre de participation (free float)» (cf. Circulaire COPA n° 2, du 26 février 2010).
- ❶ Avant la publication de l'annonce préalable du 29 juillet 2019, une action a été négociée le 2 mai 2019 pour la dernière fois (1 action au prix de CHF 338). Selon notre analyse, l'action de GBH a été négociée pour la dernière fois avant l'offre le 21 décembre 2017, c'est-à-dire une année et demie avant l'offre. Sur la base de toutes les analyses et du droit des OPA en vigueur, les actions de GBH doivent être considérées comme illiquides.

Evolution du cours et volumes entre 2014 jusqu'au juillet 2019



Source: Thomson REUTERS EIKON, SIX, analyse BDO

VALEUR PAR ACTION INCLUS DÉCOTE POUR ILLIQUIDITÉ

L'illiquidité d'une action de GBH

Informations importantes sur le négoce effectué au cours des 5 ans précédant l'annonce préalable

Prix le plus élevé	CHF 362.00
Prix le plus bas	CHF 290.00
Dernier prix payé	CHF 338.00
Dernier jour de négoce avant la publication de l'annonce préalable du 29 juillet 2019	02.05.2019
Nombre de jours de négoce effectifs entre 2014 jusqu'au 26 juillet 2019	33 jours
Moyen actions négociées	46 actions
Partie du free float	1.28%

Source: Thomson REUTERS EIKON, SIX, Analyse BDO

Calcul de la valeur par action inclus décote pour illiquidité

	en CHF
Valeur des fonds propres (NAV) au 30.06.2019	58'035'500
Date NAV	30.06.2019
Date d'évaluation	26.07.2019
Nombre de jours	26
ANAV à la date d'évaluation ¹⁾	58'048'415
Nombre d'actions en circulation	127'931
ANAV par action 26.07.2019	453.75
./. Décote pour manque de liquidité de l'action	15.00%
ANAV par action 26.07.2019	385.69

¹⁾ Exprimés avec taux d'intérêts sans risque, 0.31%

Analyse de sensibilité valeur par action

Décote	10.00%	12.50%	15.00%	17.50%	20.00%
ANAV par action	408.37	397.03	385.69	374.34	363.00

Source: Berechnungen BDO

Absence de liquidité du titre de GBH

- ▶ L'absence de dynamique de l'offre et de la demande du titre de GBH s'exprime dans une absence d'activité de négoce. Comme nous l'avons exposé ci-dessus, l'action de GBH n'est donc pas liquide au sens du droit des OPA. Du fait de cette faible activité de négoce, le cours boursier n'est pas non plus indicatif d'un prix, car l'absence d'une activité de marché d'acheteurs et de vendeurs ne définit pas de véritable prix du marché.
 - ▶ Le cours d'une action comporte implicitement une décote minoritaire puisque les titres minoritaires sont en principe négociés à la Bourse, mais pas de décote pour illiquidité. Dans leurs réflexions, les investisseurs prennent en compte la liquidité d'un investissement lors de l'évaluation. En comparaison, un investisseur sera moins payé pour un investissement non liquide que pour un investissement identique pouvant être plus facilement vendu.
 - ▶ Un investissement illiquide est en général évalué comme s'il présentait une liquidité totale, puis se voit appliquer une décote pour l'absence de liquidité. Une telle décote est désignée par le terme de décote de fongibilité. Les analyses empiriques sur la décote de fongibilité s'appuient surtout sur des études qui comparent le prix d'acquisition de sociétés publiques et privées. De telles études définissent, pour les titres non liquides, des décotes de l'ordre de 15% à 20% de la valeur des fonds propres dans le cadre d'une liquidité intégrale.
 - ▶ L'illiquidité d'une action de GBH ne peut toutefois pas être comparée avec l'illiquidité des actions d'une société privée. En effet, les titres de GBH sont cotés à la SIX Swiss Exchange, bourse suisse officielle, si bien que tout investisseur, même dans le cas de négociabilité limitée de l'action, dispose d'une plate-forme publique sur la Source l'action peut être échangée. Il n'existe pas de telle plate-forme pour les actions privées.
 - ▶ Au cours des dernières années, différents modèles de prix des options put ont été développés dans les pays anglo-saxons qui permettent de déduire une décote d'illiquidité de la comparaison avec un groupe de comparaison liquide. Un investisseur qui détient un titre coté a la possibilité d'acquérir une option put pour se prémunir contre une baisse de cours. Etant donné que la décote d'illiquidité repose sur le constat de cessibilité limitée, les coûts d'une option put correspondent à la décote d'illiquidité, exprimés en pourcentage résultant de la division de la valeur de l'option put par la valeur de l'action¹⁾. Le calcul repose sur le modèle du prix de l'option de Black et Scholes. Il en résulte une décote d'environ 10,5%. Les calculs détaillés figurent à l'Annexe A.
- 1) Basé sur les études et l'application pratique, BDO considère une décote d'illiquidité de 15% comme appropriée dans le cas présent. On obtient ainsi une valeur par action de CHF 386.
 - 2) En s'appuyant sur une analyse de sensibilité concernant la décote pour manque de liquidité de l'action. On obtient une fourchette de valeurs comprise entre CHF 363 et CHF 408, par action de GBH.

- 1) cf. Shannon P. Pratt, Business Valuation, Discounts and Premiums, Cheridito/Schneller, Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung, Der Schweizer Treuhänder 2008/6-7, page 421
2019 Discount for Lack of Marketability Study, Johnson/Park Empirical Method, 2019 Partnership Profiles, Inc.
- 2) cf. Business Valuation Review, Volume 35, issue 4, Winter 2016, pages 135 et suivantes

CONSIDÉRATIONS ALTERNATIVES POUR LES ACTIONNAIRES

Liquidation de la société

Analyse et conclusion

Pour les actionnaires privés domiciliés en Suisse, la liquidation entraînera des désavantages fiscaux par rapport à l'acceptation de l'offre faite par l'offrant. En raison de la situation individuelle de chaque actionnaire, ces conséquences ne peuvent pas être présentées. Toutefois, on peut supposer qu'un tel désavantage dépasse la décote d'illiquidité.

Il existe un risque temporel limité en ce qui concerne le remboursement des prêts accordés aux sociétés liées.

Scénario de liquidation

- ▶ Outre les considérations de valeur ci-avant fondées sur la valeur intrinsèque, le scénario alternatif d'une liquidation de GBH est évalué ci-dessous, sachant qu'il ne s'agit pas d'un scénario effectif communiqué par l'offrant.
- ▶ Lors de la liquidation, les actifs existants d'une société sont cédés afin de pouvoir régler les passifs avec les fonds issus de la vente. Toute différence positive sera distribuée aux actionnaires à titre de produit de la liquidation. Dans le cas présent, sur la base des caractéristiques de GBH décrites ci-avant, on peut supposer que le produit potentiel de la liquidation à la date d'évaluation se situe dans la fourchette de la valeur intrinsèque indiquée. Dans un scénario de liquidation, la question de la décote d'illiquidité susmentionnée ne se poserait plus.
- ▶ Toutefois, en cas de liquidation, les sujets suivants doivent être pris en considération:
 - Les conséquences fiscales pour les actionnaires.
 - La date de la liquidation.

Conséquences fiscales

- ▶ Pour les actionnaires ayant leur domicile civil et fiscal en Suisse qui détiennent les actions dans la fortune commerciale, le principe de la valeur comptable s'applique. Ainsi, la différence entre le produit de la liquidation et la valeur comptable (ou la valeur fiscale pour l'impôt sur le revenu) des actions représente un revenu imposable. En principe, les conséquences fiscales dans ce cas sont comparables à la mise à disposition des actions conformément à l'offre.
- ▶ Pour les actionnaires ayant leur domicile civil et fiscal en Suisse qui détiennent les actions dans la fortune privée, le montant imposable correspond généralement à la différence entre le produit de la liquidation et la valeur nominale de l'action (CHF 70). Par rapport aux gains en capital exonérés d'impôts résultant de l'appel d'offres, il en résulte un désavantage fiscal pour les investisseurs privés domiciliés en Suisse.
- ▶ La différence entre le produit de la liquidation et la valeur nominale/valeur comptable est dans tous les cas soumise à l'impôt anticipé de 35%, qui peut en principe être réclamé par les actionnaires domiciliés en Suisse. Les actionnaires domiciliés à l'étranger ont la possibilité de demander le remboursement total ou partiel selon la convention de double imposition conclue entre la Suisse et leur pays de résidence.
- ▶ Les conséquences fiscales doivent être évaluées au cas par cas, en fonction de la situation de l'actionnaire individuel. Toutefois, on peut affirmer que la liquidation entraîne des désavantages fiscaux pour les investisseurs privés domiciliés en Suisse par rapport à la vente dans le cadre de l'offre publique.

Date de la liquidation

- ▶ On peut considérer que GBH peut être liquidée assez facilement en raison du petit nombre d'actifs qui sont exclusivement des actifs liquides. En cas de liquidation, le délai de remboursement des prêts actifs est le facteur temps critique. Outre les coûts de la liquidation proprement dite, des frais d'exploitation supplémentaires doivent être supportés jusqu'à la liquidation définitive, ce qui a un effet négatif sur le produit de la liquidation.

RÉSULTAT DE LA FAIRNESS OPINION

Thème	Page
Conclusion	17

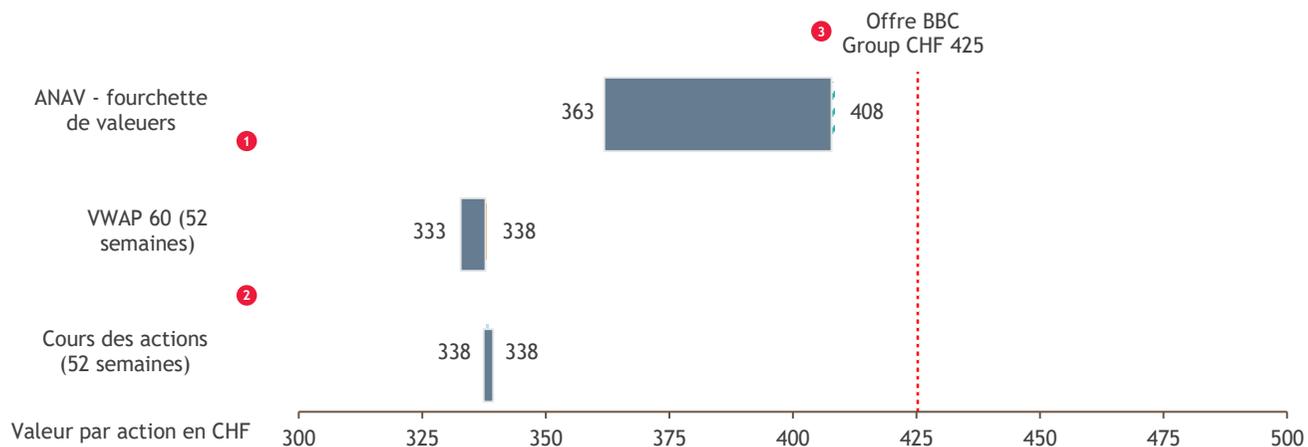
CONCLUSION

Résultat de l'évaluation

▶ La graphique ci-contre résume les résultats de notre analyse d'évaluation. BDO obtient une valeur par action de CHF 386.

- 1 En s'appuyant sur une analyse de sensibilité concernant la décote pour manque de liquidité de l'action. On obtient une fourchette de valeurs comprise entre CHF 363 et CHF 408.
- 2 Au cours des 52 dernières semaines, avant la publication de l'annonce préalable du 29 juillet 2019, une actions de GBH a été négociée le 2 mai 2019 au prix de CHF 338. Le dernier jour de négoce précédent était le 21 décembre 2017, avec un prix de CHF 333.
- 3 Le prix proposé de CHF 425 par action nominative de GBH correspond à une prime de 26% par rapport au dernier prix payé avant l'annonce préalable de CHF 338.

Vue d'ensemble de l'évaluation (CHF par action nominative GBH)



Sur la base de nos analyses, nous considérons une valeur de CHF 425 par action GBH comme juste et appropriée du point de vue financier à la date d'évaluation.

Marcel Jans
Partner

Oliver Ambs
Directeur

SECTION 2

ANNEXES

Thema	Seite
A - Analyse décote pour illiquidité	19

ANNEXE A

Analyse décote pour illiquidité

▶ Comme expliqué ci-dessus, BDO considère une décote pour illiquidité de 15% basé sur les études et l'application pratique. Ci-dessous, nous présentons comme alternative le calcul de la décote selon le modèle de l'option put de Black-Scholes.

1 Le groupe de comparaison pour la détermination de la volatilité, l'un des éléments essentiels de détermination de la valeur d'une option, repose sur des titres liquides sur les marché des actions de sociétés comparables avec GBH potentiellement.

2 La durée de détention prise en compte est de 12 mois.

▶ Aucun rendement du dividende n'a été pris en compte. S'il était pris en compte, cela réduirait légèrement la décote.

3 Il en résulte une décote de 10,5%.

Analyse décote pour illiquidité		Volatilités annualisés			
Group des pairs					
Sociétés comparables		3 mois	6 mois	12 mois	
BB Biotech AG		19.22%	19.99%	18.83%	
Castle Alternative Invest AG		9.81%	9.68%	10.48%	
Castle Private Equity AG		31.92%	23.90%	18.92%	
HBM Healthcare Investments AG		14.52%	14.82%	18.65%	
Nebag ag		19.39%	18.60%	19.15%	
New Venturetec AG		43.08%	71.10%	77.25%	
Private Equity Holding AG		25.51%	27.11%	23.11%	
Spice Private Equity AG		17.37%	26.50%	25.78%	
Source: Thomson Reuters EIKON		Median	19.30%	21.95%	19.03%
		Durchschnitt	22.60%	26.46%	26.52%

Calcul de la décote pour illiquidité		6 mois	12 mois	2	0
Prix par action	S_0	100.00	100.00		100.00
Prix d'exercice fictive de l'option ¹⁾	K_e	100.00	100.00		100.00
Durée en années	$t=T-t_0$	0.25	0.50		1.00
Taux d'intérêt sans risque	r	0.00%	0.00%		0.00%
Médian volatilité annualisé	v	19.30%	21.95%		26.52%
Valeur d'une option put	$P = Ke^{-r(T-t)}N(-d_2) - SN(-d_1)$	3.85	6.19		10.55
	$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K_e}\right) + \left(r + \frac{v^2}{2}\right)(T-t)}{v\sqrt{T-t}}$	0.048	0.078		0.133
	$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K_e}\right) + \left(r - \frac{v^2}{2}\right)(T-t)}{v\sqrt{T-t}} = d_1 - v\sqrt{T-t}$	-0.048	-0.078		-0.133
Décote pour illiquidité		3.85%	6.19%	3	10.55%

Source: Thomson Reuters EIKON,



INFORMATIONS SUPPLEMENTAIRES:

Oliver Ambs

+41 44 444 37 52

oliver.ambs@bdo.ch

Marcel Jans

+41 44 444 37 55

marcel.jans@bdo.ch

