

Expertise

pour juger de l'équité financière de l'offre de
X-Rite Inc., Grandville, Michigan/USA
à l'intention du Conseil d'administration de
Amazys Holding AG, Regensdorf/Suisse

**Ce document est une traduction du texte original allemand.
Seul le texte allemand fait foi. La Commission des OPA
considère la version originale allemande ainsi que les tra-
ductions en français et en anglais comme équivalentes.**



SARASIN

Banque Sarasin & Cie SA
Corporate Finance
Löwenstrasse 11
8022 Zurich

Zurich, le 30 janvier 2006 / *Version Commission des OPA*

Table des matières

1.	Introduction	4
1.1.	Situation initiale.....	4
1.2.	Mandat du Conseil d'administration de Amazys à la Banque Sarasin & Cie SA.....	4
2.	Bases d'appréciation	6
3.	Amazys en un coup d'oeil.....	7
3.1.	Le Groupe Amazys	7
3.2.	Segments d'activité et environnement du marché	7
4.	X-Rite en un coup d'oeil	10
4.1.	Le Groupe X-Rite	10
4.2.	Segmentation.....	10
5.	Évaluation	12
5.1.	Périmètre d'évaluation	12
5.2.	Planification utilisée	14
5.3.	Méthodes d'analyse utilisées	18
5.4.	Méthode Discounted Cash Flow	19
5.5.	Valorisation sur la base de sociétés cotées similaires	21
5.6.	Evaluation sur la base de transactions comparables.....	24
5.7.	Analyse des primes payées dans le marché suisse des capitaux	25
5.8.	Résumé des résultats d'évaluation.....	26
6.	Evaluation de la contre-valeur	27
7.	Résultat de l'expertise	28
8.	Appendices	29
8.1.	Appendice 1 : Multiples de sociétés cotées similaires (comparables).....	29
8.2.	Appendice 2 : Choix des « Selected Peers »	31

8.3.	Appendice 3 : Multiples de transactions semblables	32
8.4.	Appendice 4 : Analyse des primes	33
8.5.	Appendice 5 : Bêta de sociétés cotées similaires	34
8.6.	Appendice 6 : Analyse des cours et des volumes de X-Rite	35
8.7.	Appendice 7 : Analyses de sensibilité	36
8.8.	Appendice 8 : Liste des abréviations / Glossaire	37

Note

L'expertise présente, datée du 30 janvier 2006 / Version Commission des OPA, est une version complétée à la demande de la Commission des OPA, de la version originale de l'expertise, laquelle porte également la date du 30 janvier 2006. Les modifications sont indiquées en caractères italiques.

La décision du Conseil d'administration de Amazys Holding AG, Regensdorf/Suisse a été prise avant la publication de la transaction au 31 janvier 2006 sur la base de la version originale.



1. Introduction

1.1. Situation initiale

Amazys Holding AG, Regensdorf (« Amazys ») est une entreprise cotée en bourse ayant une capitalisation boursière d'environ CHF 255 millions au 26 janvier 2006. Amazys provient de la fusion en 1997 de la Division Color Control Systems de Gretag AG avec Macbeth pour former Gretag Macbeth Holding AG. La société holding a été renommée Amazys Holding AG en 2001. Amazys et ses sociétés filiales GretagMacbeth sont des producteurs et fournisseurs de pointe de systèmes innovants de mesure et de gestion de couleurs.

Selon les informations à disposition de Amazys, X-Rite Inc., Grandville, Michigan/USA (« X-Rite ») à l'intention de soumettre une offre publique de reprise pour toutes les actions nominatives de Amazys d'une valeur nominale de CHF 2.40 se trouvant en mains du public. Le prix offert sous forme d'un paiement en espèces de CHF 77.- par action Amazys et sous forme d'actions de X-Rite pour une contre-valeur de CHF 29.50 au moment de l'annonce préalable représente un montant global de CHF 106.50 lors de l'annonce. La valeur imputée des actions X-Rite se base sur la moyenne des cours de clôture sur le Nasdaq pendant les 10 jours de négoce jusqu'à l'avant-dernier jour de négoce avant l'annonce préalable. Le Conseil d'administration de Amazys considère que l'offre de X-Rite est amicale

X-Rite est une entreprise cotée à la NASDAQ et un concurrent direct de Amazys. La capitalisation boursière des actions X-Rite cotées à la NASDAQ se monte à environ US\$ 233 millions au 26 janvier 2006. Les actions de X-Rite devraient à l'avenir être également traitées à la SWX Swiss Exchange sous forme de cotation secondaire.

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

Le Conseil d'administration de Amazys a mandaté la Banque Sarasin & Cie SA, Zurich (« Sarasin ») pour établir une expertise estimant l'équité financière du prix envisagé par X-Rite de CHF 106.50 au total par action nominative Amazys, dont CHF 77.- seront payés en espèces et CHF 29.50 sous forme d'actions de X-Rite. La valeur globale du prix offert comprenant une composante en espèces et une autre en actions se modifiera après l'annonce selon l'évolution du cours de l'action X-Rite et la parité du cours US\$/CHF.

L'expertise est destinée exclusivement au Conseil d'administration de Amazys dans le cadre de l'établissement du Rapport du Conseil d'administration de la société visée selon l'Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition. Le Conseil d'administration de Amazys a l'intention de publier son rapport simultanément à la publication du prospectus de l'offre.

L'expertise de Sarasin ne constitue pas une recommandation aux actionnaires de Amazys d'approuver ou de refuser l'offre d'acquisition de X-Rite. En outre, l'expertise de Sarasin ne s'adresse en aucune manière à X-Rite ou à ses actionnaires et n'est pas destinée à estimer la transaction du point de vue de X-Rite ou de ses actionnaires.



Notre expertise se base sur l'examen d'informations dont nous avons supposé l'exactitude et l'intégralité et auxquelles nous nous sommes fié, sans les faire confirmer ou contrôler par un tiers. Nous avons admis que les indications, informations et chiffres donnés, mis à notre disposition, ont été établis correctement. *Comme précisé au chapitre 5.2. sous rubrique plausibilité et consistance des plans financiers, les principaux facteurs influençant la valeur de l'entreprise (« Value Driver ») ont été vérifiés par Sarasin quant à leur plausibilité et consistance.*

L'expertise de Sarasin est uniquement destinée à servir de base d'évaluation pour le Conseil d'administration de Amazys et en vue d'établir le rapport du Conseil d'administration de la société visée prévu par la Loi sur les bourses. Sans l'accord de Sarasin, l'expertise ne peut être utilisée à d'autres fins que la publication prévue en relation avec le rapport du Conseil d'administration de Amazys.



2. Bases d'appréciation

Sarasin a utilisé les données suivantes pour son appréciation :

- Projet d'annonce préalable de X-Rite pour l'offre de reprise aux actionnaires de Amazys, datée du 24 janvier 2006
- Informations disponibles au public sur Amazys qui, à notre avis, sont utiles pour l'évaluation ou l'estimation de l'équité de l'offre de reprise. Il s'agit avant tout des rapports de gestion (2002, 2003 et 2004) ainsi que des rapports semestriels au 30 juin 2004 et 2005 (non révisés)
- Businessplan de Amazys 2006-2009 (y compris les acquisitions éventuelles), résultat attendu pour 2005, budget 2006, Businessplan 2006-2009 ajusté (sans acquisitions)
- Plan stratégique de Amazys, établi en été 2005
- Entretiens avec le CEO et le directeur financier de Amazys, notamment au sujet de la situation financière et bénéficiaire, des perspectives d'affaires, des moteurs de création de valeur et des hypothèses du Businessplan, de l'environnement du marché et de la concurrence
- Données du marché des capitaux et éléments financiers de sociétés cotées choisies (sociétés comparables)
- Analyse des cours et des volumes historiques des actions Amazys et X-Rite
- Multiplicateurs d'autres transactions d'acquisitions
- Primes de contrôle payées pour des entreprises industrielles cotées en Suisse
- Analyses actuelles et historiques des marchés financiers pour obtenir les paramètres utiles à l'évaluation

L'évaluation de Sarasin est basée sur les données actuelles du marché, de l'exploitation et d'économie financière et tient compte de la situation du marché des capitaux et d'autres facteurs existants ou attendus et qui peuvent être estimés au moment de l'évaluation.

Comme précisé au chapitre 5.1. Sarasin n'a pas procédé à une évaluation d'entreprise de X-Rite. En outre, Sarasin n'a pas procédé à une visite des installations de production et des bâtiments de Amazys. Sarasin n'a pas procédé ou fait procéder à des estimations ou des évaluations des actifs et des passifs de Amazys.

Lors de l'établissement de son expertise, Sarasin a admis l'exactitude et l'intégralité des informations financières et autres sur Amazys utilisées et s'y est fié, sans prendre la responsabilité pour une vérification indépendante de telles informations.

En outre, Sarasin s'est appuyé sur les assurances de la direction de Amazys que celle-ci n'est pas au courant de faits ou de circonstances selon lesquels les informations utilisées seraient imprécises, trompeuses ou incomplètes.



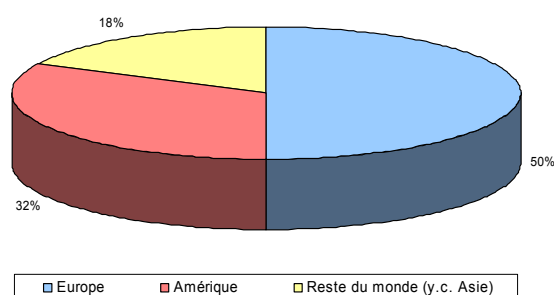
3. Amazys en un coup d'oeil

3.1. Le Groupe Amazys

Amazys, comme producteur et fournisseur de systèmes innovants de mesure et de gestion de couleurs a atteint en 2004 un chiffre d'affaires net consolidé de CHF 131,6 millions (CHF 69,8 millions au premier semestre 2005), un EBITA de CHF 19,4 millions (CHF 10,5 millions au premier semestre 2005), un EBIT de CHF 18,0 millions (CHF 10,5 millions au premier semestre 2005) et un bénéfice net de CHF 15,8 millions (CHF 8,8 millions au premier semestre 2005). Les solutions concernant le matériel et les logiciels permettent aux entreprises de toute grandeur de communiquer les couleurs de façon consistante ainsi que de contrôler les couleurs dans toutes les branches et tous les processus, indépendamment des appareils et des lieux.

Amazys occupe environ 400 collaborateurs dans le monde entier et dispose de canaux de distribution dans plus de 50 pays et de bureaux de vente aux Etats-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni, en France et en Italie, à Hong Kong, en Chine et au Japon.

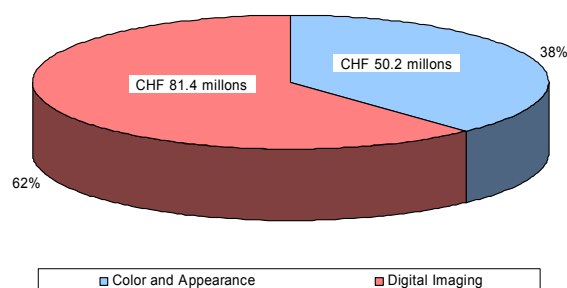
La répartition géographique du chiffre d'affaires en 2004 est la suivante :



3.2. Segments d'activité et environnement du marché

Segments d'activité

Amazys est active dans deux segments qui ont eu les parts suivantes au chiffre d'affaires en 2004 :



Segment Digital Imaging (DI)

Digital Imaging soutient les entreprises, les spécialistes et les utilisateurs finaux avec un grand nombre d'instruments et de processus pour reproduire fidèlement les couleurs. Font partie de l'offre des solutions pour designers, photographes, graphistes et imprimeurs. Le plus souvent, la technologie de GretagMacbeth est déjà incluse dans les appareils lors de leur production, notamment dans les écrans plats, les imprimantes digitales et les machines d'impression courantes.

Le segment DI comprend des solutions pour les domaines des impressions publicitaires et des brochures, des sites Internet, des présentations multi medias et ordinaires ainsi que de la photographie digitale et se concentre sur les besoins des designers, photographes, spécialistes de la prépresse, imprimeurs et laboratoires photographiques qui créent ces images. En outre, Digital Imaging s'adresse également aux fournisseurs de matériel et de logiciels qui produisent vraiment les images, comme les fabricants de caméras digitales, d'imprimantes à grand format, d'écrans plats et de projecteurs digitaux.

Le résultat de Professional Services (PS) est inclus dans le segment DI. Professional Services offre de la formation, un support par hotline et on-line ainsi que du conseil pour les fabricants importants de produits technologiques en couleur et pour les utilisateurs de solutions de gestion de couleurs.

Segment Color & Appearance (CA)

Le segment Color & Appearance est spécialisé sur les problèmes de la gestion des couleurs dans diverses industries pour lesquelles la couleur du produit fini joue un rôle critique. Les produits et solutions de Amazys aident l'utilisateur, notamment dans les industries des colorants, des matières synthétiques, des textiles, du papier et de l'automobile, à garantir la consistance de la couleur dans tout le processus de création de valeur, du design et de la spécification jusqu'au produit fini. Les produits de Color & Appearance comprennent des équipements de table et de laboratoire, des spectrophotomètres on-line et portables ainsi que des logiciels pour le contrôle de la qualité et la formulation des couleurs. Des solutions Internet réduisent en outre la nécessité de l'échange physique d'échantillons grâce à la communication digitale des couleurs.

Environnement du marché

Il n'existe pas d'études de marché de l'industrie, généralement reconnues, établies par un tiers. Amazys estime le marché global qui l'intéresse à environ CHF 700-800 millions. Ce marché est cependant fortement fragmenté et très sensible au prix. La forte pression concurrentielle entre les fournisseurs a conduit dans le passé à des réductions continues des prix. Il faut s'attendre à ce que la pression sur les prix continue à l'avenir. En général, le marché est soumis à des modifications technologiques rapides qui exigent de grandes capacités d'innovation de la part des fournisseurs.

Des opportunités pour Amazys se trouvent notamment dans la possibilité de passer du marché professionnel, où la gestion de la couleur est décisive, et de gagner des parts de marché sur des marchés moins professionnels et sur des applications domestiques ainsi que sur de nouveaux marchés. C'est ainsi que la photographie et le développement digitaux, l'électro-



nique grand public et les « Embedded Applications » sont considérés comme des secteurs de croissance importants.

Au nombre des concurrents les plus importants de Amazys, on relève X-Rite (en tête pour le chiffre d'affaires, 1^{ère} position aux Etats-Unis), ainsi que Datacolor qui appartient au Groupe Eichhof (3^{ème} position pour le chiffre d'affaires). Amazys, qui est le numéro 2 au niveau du chiffre d'affaires, estime cependant être le leader en Europe. Aux Etats-Unis Amazys se considère comme le numéro 2 derrière X-Rite. Amazys estime qu'aucune des trois entreprises n'a une position dominante en Asie. La position des trois entreprises susmentionnées diffère selon les segments de produits. Datacolor est relativement bien implanté dans le domaine textile, X-Rite dans l'industrie automobile et Amazys dans la prépresse.



4. X-Rite en un coup d'oeil

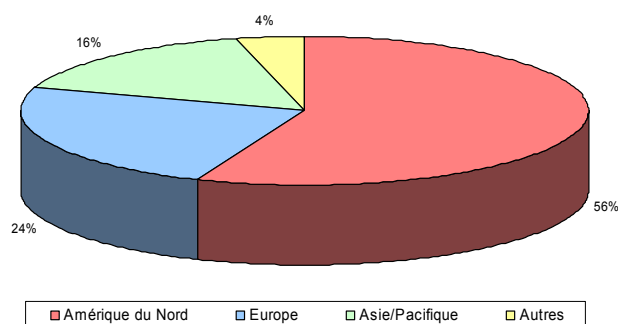
4.1. Le Groupe X-Rite

X-Rite a procédé en avril 1986 à une ouverture au public (IPO). C'est une société centrée dans les segments mesure et gestion des couleurs avec plus de 650 collaborateurs ayant des clients dans plus de 80 pays.

X-Rite a atteint en 2004 un chiffre d'affaires net de US\$ 126,2 millions (US\$ 89,0 millions pour les 9 premiers mois de 2005), un produit d'exploitation de US\$ 15,8 millions (US\$ 5,4 millions pour les 9 premiers mois de 2005) ainsi qu'un bénéfice net de US\$ 12,4 millions (US\$ 3,6 millions pour les 9 premiers mois de 2005).

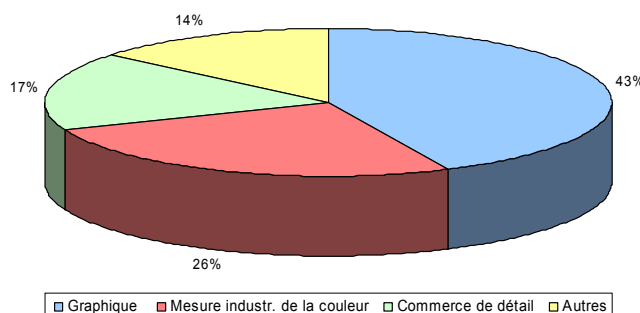
X-Rite offre du matériel, des logiciels et du support pour garantir la fidélité des couleurs et le transfert des données là où la couleur a une importance significative pour les affaires. Les clients de X-Rite sont actifs dans les domaines graphisme, impression, emballage, impression digitale et à la demande ainsi que production et dosage des couleurs dans le commerce de détail.

La répartition géographique du chiffre d'affaires en 2004 est la suivante :



4.2. Segmentation

La répartition du chiffre d'affaires dans les divers segments de produits donne les pourcentages suivants pour 2004 :



Le **domaine graphique** contient des produits pour l'impression, la prépresse, la photographie et le design graphique. On estime que la photographie est un marché avec un fort potentiel de croissance, notamment par suite du passage de la photographie analogique à la photographie digitale.

Dans le domaine de la **mesure industrielle de la couleur** figurent des produits pour l'industrie automobile, les encres d'impression, le secteur des textiles ainsi que les couleurs et matières synthétiques. On peut admettre que ce marché se développera parallèlement au produit intérieur brut correspondant.

Le domaine **commerce de détail** comprend les systèmes de dosage de couleurs et les systèmes pour la décoration intérieure et la réalisation des concepts de couleurs. En général, les opportunités de croissance sont considérées comme bonnes.

Le domaine **autres activités** comprend notamment les produits pour la mesure de la lumière et de la couleur ainsi que le domaine médicinal et dentaire ; ce domaine ne devrait avoir qu'un potentiel de croissance réduit à moyen.

Selon la présentation aux investisseurs de X-Rite du 1^{er} août 2005, X-Rite estime sa part au marché à environ 13 – 17 % du marché global qu'il recouvre. Par comparaison à Amazys, X-Rite estime cependant que le marché global est plus important.



5. Évaluation

5.1. Périmètre d'évaluation

Stand – alone / Synergies

L'évaluation faite par Sarasin se limite à Amazys, en tant que société visée. Amazys est estimée sur une base stand-alone, c'est-à-dire qu'on admet un développement futur des affaires sur une base indépendante. Il n'a pas été tenu compte du potentiel de croissance causé par la reprise prévue de Amazys par X-Rite.

La reprise de Amazys permet au reprenant d'utiliser le potentiel de synergies dans les domaines les plus divers. Pour le reprenant industriel compte avant tout les synergies dans la technologie, dans la recherche et le développement ainsi que dans l'accès au marché. Suivant les reprises, il peut également y avoir des synergies de coûts.

L'évaluation stand-alone de Amazys sur la base de la méthode DCF ne tient pas compte de ces potentiels de synergie car ils ne peuvent être réalisés par Amazys sur une base stand-alone.

L'évaluation sur la base de transactions comparables (chapitre 5.6) et sur l'analyse des primes (chapitre 5.7) permet cependant une comparaison avec les valeurs qui ont été payées lors d'autres transactions. Ces valeurs peuvent donner une indication sur le dédommagement des actionnaires de la société visée pour le potentiel futur de synergies.

Evaluation de la composante actions de l'offre

L'évaluation de l'entreprise du reprenant, X-Rite, n'a pas été faite pour les motifs suivants :

- Initialement, le prix offert est représenté pour presque trois quarts de la valeur (72 %) par un paiement en espèces qui n'est pas soumis à des variations de valeur.
- Le dernier quart (28 %) du prix offert, sera payé sous forme d'actions de la société reprenante, X-Rite. Le nombre des actions offertes est basé sur le cours de bourse moyen (cours moyen) de l'action X-Rite pendant une certaine période immédiatement avant la publication de l'offre. L'effet des variations du cours de l'action X-Rite ainsi que des variations du cours des changes sur la valeur de l'offre est fortement réduit parce que la part en actions de l'offre ne représente qu'environ un quart du prix offert (Cf. également chapitre 6).

L'évolution du prix et du volume de l'action X-Rite figure dans l'Appendice 8.6. Les remarques suivantes peuvent être faites :

- **Liquidité / Flottant** : Durant les 6 derniers mois il n'y a pas eu d'augmentation importante du volume de négoce des actions X-Rite. En moyenne des derniers 6 mois¹, des actions d'une valeur d'environ USD 0,76 millions ont été quotidiennement

¹ La période d'observation de 6 mois a été choisie car dans ce laps de temps les contacts entre X-Rite et Amazys se sont intensifiés et la transaction présente a été finalement négociée.



échangées, ce qui correspond à une base quotidienne d'environ 0.33 % de la capitalisation boursière actuelle de X-Rite. *Sarasin considère la liquidité comme suffisante.*

- En outre, X-Rite n'a pas d'actionnaires importants qui pourraient fortement limiter le flottant. Selon Bloomberg, 7 investisseurs institutionnels détiennent entre 5 % et 10 % des actions (ensemble environ 46.1 %), *Sarasin estime donc que le flottant s'élève au minimum à 53,9 %.*
- **Evolution des cours :** Le cours de l'action X-Rite s'est développé de façon relativement constante pendant les 6 derniers mois. En particulier, en janvier 2006, le cours de l'action X-Rite a été stable. Le cours de l'action X-Rite s'est développé légèrement moins favorablement que celui de l'action Amazys (*voir appendice 6*)². Le cours de l'action X-Rite est légèrement au-dessus de la moyenne des cours maximaux et minimaux des 5 dernières années.

Sur la base de la liquidité, du flottant et de l'évolution historique des cours, nous sommes d'avis que le cours de l'action X-Rite devrait refléter sa valeur intrinsèque. Une évaluation de la composante en actions de l'offre sur la base du cours de l'action X-Rite nous semble par conséquent appropriée.

Croissance interne

Outre la croissance interne, le Businessplan de Amazys contient également une croissance externe, générée notamment par des acquisitions. En vue de la présente expertise, le Businessplan a été retravaillé et apuré de la croissance due aux acquisitions (« Businessplan ajusté »). L'élimination des effets d'acquisition est nécessaire du point de vue de Sarasin car actuellement l'évaluation des conséquences sociales et financières des acquisitions envisagées est trop peu concrète et liée à trop d'incertitudes (notamment en ce qui concerne le moment, la cible visée, la réalisation, le prix d'achat, les frais d'intégration et les conséquences sur la croissance et la structure des coûts).

Outre une défense et une exploitation active du potentiel d'affaires dans les marchés habituels de l'entreprise, le Businessplan de Amazys prévoit de générer une croissance supplémentaire par la conquête systématique de nouveaux marchés par de nouveaux produits et de nouvelles offres. Les nouveaux produits et applications permettent d'une part d'attaquer de nouveaux marchés qui n'étaient pas accessibles par suite de l'absence de produits et d'applications idoines et d'autre part il est prévu de créer de nouveaux marchés avec des produits et applications nouveaux (par exemple traitement digital des photos).

Prime de contrôle

Dans le cadre d'offres de reprises, les acheteurs paient normalement une prime sur le cours de bourse pour devenir propriétaires des actions de la société visée. Du point de vue de l'acheteur, cette prime peut être justifiée par un potentiel de synergies, des risques d'opportunité, la structure du financement ou une différence entre la valeur boursière (inférieure) et la valeur intrinsèque de l'entreprise. La hauteur de la prime est toutefois normalement limitée parce que finalement les actionnaires de la société reprenante attendent une plus-value de la transaction et portent les risques de la reprise.

² Evolution du cours des actions Amazys et X-Rite. Comparaison des derniers six mois.



La quantification de la prime justifiée dans le présent cas est extrêmement difficile parce que sa hauteur dépend de circonstances spécifiques. Les analyses aux chapitres 5.6 et 5.7 montrent d'une part quels multiples les acheteurs ont payés lors de transactions comparables et d'autre part quelles primes sur le cours de bourse ont été offertes les années précédentes sur le marché suisse lors de la reprise de sociétés industrielles cotées.

Date de valorisation et événements ultérieurs

Le 1^{er} janvier 2006 a été fixé comme date de valorisation. La direction de Amazys a confirmé à Sarasin qu'aucun événement n'a eu lieu depuis la date de valorisation ayant une influence matérielle sur celle-ci.

5.2. Planification utilisée

La valeur de l'entreprise se calcule sur la base des apports futurs auxquels on peut s'attendre par l'utilisation de ses facteurs de succès au moment de la valorisation, y compris sa substance matérielle, sa force d'innovation, ses produits et sa situation sur le marché, son organisation interne, ses collaborateurs et sa direction. En admettant que seuls des buts financiers soient poursuivis, la valeur de l'entreprise dépend de sa capacité à produire des excédents financiers pour ses détenteurs en utilisant tous les facteurs qui influencent sa capacité bénéficiaire. Pour calculer les excédents financiers futurs, Sarasin a pris comme base l'évolution historique, le rapport semestriel 2005, le résultat attendu pour 2005, le budget 2006 et le Businessplan ajusté 2006-2009 de Amazys.

Horizon de planification et valeur résiduelle

Le modèle d'évaluation établi par Sarasin utilise comme base le résultat attendu pour 2005, le budget 2006 et le Businessplan ajusté 2006-2009 (ensemble les « plans financiers »). Dans la dernière année de planification détaillée, 2010, un exercice normalisé a servi de base, c'est-à-dire que l'on a admis une transition à des paramètres durables à long terme de croissance, de profitabilité et d'investissement (notamment dans les frais de marketing et de vente ainsi que dans les dépenses de recherche et de développement). Pour les années 2006 à 2009 le Businessplan de l'entreprise prévoit notamment une croissance qui dépasse la croissance organique dans les marchés habituels par la conquête ou la création de nouveaux marchés avec de nouveaux produits et applications. Dans cette perspective, il est important d'admettre une normalisation du développement des affaires dans la dernière année de la planification détaillée. Cette normalisation s'appuie également sur une comparaison avec les valeurs de croissance et de profitabilité historiques atteintes par la Société.

L'excédent financier de l'exercice 2010 qui, comme mentionné, a été normalisé en relation avec la croissance, la profitabilité et les investissements, sert de base pour le calcul de la valeur résiduelle à l'aide de la méthode des multiplicateurs. C'est-à-dire que la valeur résiduelle s'obtient de la multiplication de l'EBITDA de la dernière année de planification par un Exit-Multiple EBITDA provenant de l'analyse de sociétés comparables. La plausibilité du résultat a été confirmée par un calcul de contrôle sur la base d'une rente perpétuelle implicite.



Plausibilité et consistance des plans financiers

Dans le cadre de nos analyses nous avons examiné les principaux facteurs influençant la valeur de l'entreprise (« Value Driver ») par rapport à leur plausibilité et leur utilisation consistante. Les chiffres historiques (y compris le résultat semestriel 2005), les prévisions pour 2005, le budget 2006 et le Businessplan ajusté ont été estimés et discutés avec la direction de la Société. L'accent a été porté, outre sur les résultats historiques, sur les hypothèses, les réflexions et les mesures introduites et envisagées (notamment les initiatives en matière de produit ou de marketing, les projets de recherche et de développement) pour les plans financiers.

Là, où cela était nécessaire de l'avis de Sarasin, des adaptations ont été faites aux plans financiers.

Le tableau suivant donne un aperçu des hypothèses retenues par Sarasin pour l'évaluation des principaux Value Driver :

Value Driver	2006 – 2010
Inflation	1.25 % p.a.
<p>Croissance nominale ajustée du chiffre d'affaires (sans acquisitions)</p> <p>D'un point de vue historique (1997 – 2004) Amazys a connu une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires de 5.8 %. A moyen terme, Amazys estime que les marchés traditionnels dans lesquels la Société est actuellement active croissent en moyenne de 2-3 % à 4-5 % par an selon les segments. Dans certains segments, la croissance est liée à des variations cycliques, comme le passé l'a démontré. La croissance du chiffre d'affaires est également marquée par le rude environnement concurrentiel qui occasionne une érosion des prix de vente et met certaines limites à la croissance atteignable par l'augmentation des parts de marché dans les marchés traditionnels. En dehors de ces marchés traditionnels, Amazys est également active dans de nouveaux marchés à croissance rapide.</p> <p>Pour pouvoir croître plus rapidement sur les marchés traditionnels que la croissance naturelle, Amazys a l'intention de conquérir de nouveaux marchés avec des nouveaux produits et applications ainsi que de trouver de nouvelles utilisations pour de nouveaux produits et applications (par exemple Digital Imaging ; Embedded Applications, Digital Supply Chain).</p>	<p>Croissance moyenne du chiffre d'affaires :</p> <p>8.0 % p.a.</p>



<p>Croissance nominale ajustée du chiffre d'affaires (Suite)</p> <p>Sarasin considère qu'à court et moyen terme, il est plausible d'atteindre une croissance supérieure à la croissance organique des marchés traditionnels par la conquête de nouveaux marchés dynamiques.</p>	
<p>Marge brute</p> <p>D'un point de vue historique (1997 – 2004), Amazys a connu une marge brute moyenne de 54.1 % qui a pu être continuellement améliorée par la Société, passant de 50.6 % en 1997 à 57.9 % en 2004.</p> <p>La marge brute est influencée d'une part par les frais de production et d'autre part par le produit des ventes. La concurrence intense, qui est également faite au niveau des prix, conduit à une baisse continue du produit de vente par unité vendue. Pour compenser l'érosion des prix il faut notamment continuellement réduire les coûts de production.</p> <p>Amazys est convaincu qu'il est possible à la Société de compresser les coûts de production simultanément à la baisse des prix. En outre la Société admet que la conquête de nouveaux marchés avec de nouveaux produits et applications n'a pas d'influence importante sur la marge brute.</p> <p>Sarasin admet que la marge brute se maintiendra à moyen terme légèrement au-dessus de la valeur historique (soit de 54.1 % pour la période 1997 à 2004), mais qu'elle aura tendance à s'en rapprocher jusqu'en 2010. L'hypothèse que la marge brute à moyen terme est supérieure à la valeur historique est également justifiée par l'amélioration continue de la marge brute par le Société pendant la période de 1997 à 2004.</p>	<p>Marge brute moyenne :</p> <p>55.5 %</p>
<p>Marge EBITA</p> <p>D'un point de vue historique (1997 – 2004) Amazys a connu une marge EBITA moyenne de 10.9 %. Cette marge historique est particulièrement touchée par le difficile exercice 2001. Si l'on ne retient pas la marge EBITA la plus haute et la plus basse de la même période, on obtient une moyenne ajustée de 12 %. En 2004, Amazys a atteint une marge EBITA de 14.7 %.</p> <p>Sarasin admet que la marge EBITA se réduira quelque peu après l'exercice 2004 extraordinaire.</p>	<p>Marge EBITA moyenne :</p> <p>13.9 %</p>



<p>Marge EBITA (Suite)</p> <p>La marge EBITA est influencée d'une part par la marge brute et d'autre part par le développement des coûts opérationnels. Il faut admettre que la conquête de nouveaux marchés nécessite des « investissements » - notamment dans les domaines recherche et développement ainsi que vente et marketing - qui influenceront à leur tour la marge EBITA atteignable.</p> <p>En outre Sarasin admet que Amazys est prête à « sacrifier » un peu de sa marge EBITA à court et moyen terme pour accélérer le développement de la Société et conquérir rapidement de nouveaux marchés.</p> <p>Dans cette perspective Sarasin admet une marge EBITA qui se base sur la moyenne ajustée au début de la période de planification et s'améliore continuellement pendant la période de planification jusqu'en 2009.</p>	
<p>Investissements</p> <p>Fondamentalement les investissements jouent un rôle plutôt secondaire chez Amazys parce que les « investissements » occurrent sous forme de coûts pour la recherche et le développement ainsi que la vente et le marketing.</p> <p>Les investissements ont principalement lieu pour acquérir des outils et machines pour la construction de prototypes et la fabrication ainsi que des appareils de test pour garantir la qualité. La hauteur des investissements est par conséquent en relation directe avec le développement et l'introduction de nouveaux produits.</p> <p>La Société estime que les investissements annuels croîtront légèrement de la moyenne historique de CHF 3 – 4 millions à CHF 4 – 5 millions.</p>	<p>Investissements moyens :</p> <p>CHF 4.5 millions</p>



<p>Valeur résiduelle : Exit-Multiple (EBITDA) en 2010</p> <p>Le taux de croissance pour le calcul de la valeur résiduelle influence profondément le résultat de l'évaluation car pour les estimations par la méthode Discounted Cash Flow le poids de la valeur résiduelle est important.</p> <p>La fourchette appliquée pour les multiples EBITDA correspond aux multiples EBITDA de sociétés comparables pour les exercices 2005E et 2006E. Pour le calcul du multiple EBITDA, voir chapitre 5.5 et les appendices 8.1 et 8.2³.</p> <p>Pour tenir compte du fait que Amazys présente une capitalisation boursière et une grandeur significativement inférieures à celles du groupe des « International Selected Peers », on a retenu les Exit-Multiple calculés pour le groupe des « Swiss Selected Peers » et pour X-Rite. Les multiples déterminés pour X-Rite, soit ceux de la société la plus comparable à Amazys, sont comparables à ceux qui ont été déterminés pour les « Swiss Selected Peers ».</p>	<p>Exit-Multiple :</p> <p>9.25 x – 9.75 x</p>
<p>Taux d'imposition</p> <p>La Société estime que le taux d'imposition actuellement relativement bas (13.2 % en 2004) s'élèvera pendant la période de planification (après utilisation des actifs fiscaux disponibles) à environ 28 %.</p> <p>Les hypothèses de la Société semblent plausibles à Sarasin.</p>	<p>Taux d'imposition moyen :</p> <p>26.1 %</p>

5.3. Méthodes d'analyse utilisées

Sarasin a disposé de deux semaines pour effectuer ses travaux et a eu de nombreuses possibilités de discuter de la stratégie ainsi que de la planification financière avec le CEO et le CFO de Amazys. L'évaluation de Sarasin se base sur les plans financiers de Amazys. Quand Sarasin l'a jugé justifié, sur la base de ses analyses, de l'étude des documents mis à disposition et après discussion avec la direction, les plans financiers ont été ajustés en vue de l'évaluation par la méthode Discounted Cash Flow et les hypothèses décrites au chapitre 5.2 ont été appliquées.

Nous considérons que la méthode DCF est la plus apte à évaluer l'équité financière de l'offre de reprise de X-Rite. Pour contrôler la plausibilité du résultat de l'évaluation, Sarasin a en outre procédé à une analyse des sociétés comparables (analyse COMPCO), une analyse de transactions comparables (analyse COMPAC) ainsi qu'à une analyse du marché suisse pour ce qui concerne les transactions en bourses et les primes de contrôle payées.

³ Le résultat du calcul de la valeur résiduelle implique une rente perpétuelle de 2.3 % à 2.9 %. D'un point de vue historique, le niveau élevé des multiples EBITDA et des rentes perpétuelles impliquées reflète l'augmentation des chiffres-clés d'estimation pendant les derniers mois.



5.4. Méthode Discounted Cash Flow

Dans la méthode DCF on calcule d'abord la valeur actuelle des excédents financiers du capital nécessaire à l'exploitation. On a tenu compte des actifs fiscaux utilisables par un taux d'imposition réduit dans les premières années de planification. Comme excédents financiers on a retenu le Free Cash Flow qui est à la disposition des actionnaires et des bailleurs de fonds étrangers. La somme des valeurs actuelles du Free Cash Flow (y compris la valeur résiduelle) donne 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. On a également tenu compte du fait que l'offre de reprise permet aux collaborateurs de Amazys d'annoncer leurs options de collaborateurs.

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

Les variables suivantes ont été retenues pour le calcul du taux d'escompte :

Taux d'intérêts sans risque

Le taux d'intérêts sans risque a été calculé sur la base des taux d'intérêts en CHF pour un investissement dans le marché des capitaux (quasi) sans risque. Pour le taux d'intérêts sans risque on a retenu le rendement atteignable à long terme pour les emprunts de la Confédération suisse. Comme leurs durées sont limitées dans le temps, il faut adopter une hypothèse sur le niveau des intérêts lors d'un réinvestissement. Comme base a été retenue l'évolution des taux d'intérêts dans le passé.

Le 23 janvier 2006 les emprunts de la Confédération suisse avec une durée résiduelle de 30 ans ont un rendement de 2.5 %⁴ et de 3.7 %⁵ dans la moyenne des 5 dernières années. Dans une période de plusieurs décennies le niveau des intérêts était cependant clairement supérieur à 4 %⁶. En tenant compte des taux d'intérêts actuels et historiques nous considérons un rendement attendu à long terme de 4 % comme adéquat.

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 se 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.

⁴ Source : Datastream

⁵ Source : Datastream

⁶ Source : Pictet & Cie, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2004), janvier 2005



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

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

Le calcul de la prime de risque de marché se fait par la formation d'un différentiel de rendement entre un investissement en actions et un investissement sans risque. Des recherches sur le marché des capitaux montrent qu'à long terme, dans le passé, les investissements en actions ont fourni des rendements supérieurs à ceux en emprunts à faible risque. En tenant compte du rendement à long terme sur le marché des actions en Suisse de 8 % à 10 %⁷ on obtient, après déduction du taux d'intérêts sans risque admis de 4 % une prime de risque de marché d'environ 5 % ; c'est cette prime de risque qui a été utilisée pour l'évaluation.

Pour obtenir le facteur bêta de Amazys on a retenu le facteur bêta d'entreprises comparables de la branche (Cf. Appendice 8.5). Pour pouvoir comparer effectivement le facteur bêta des entreprises similaires, celles-ci ont été apurées de leur endettement spécifique. Le facteur bêta moyen de ces entreprises similaires apuré de l'endettement (facteur bêta franc de dettes) se monte à 1.13 x. Pour obtenir de ce facteur bêta des entreprises similaires apuré des dettes supputées le facteur bêta pour Amazys, il faut l'adapter à l'endettement spécifique de Amazys. Pour le calcul du facteur bêta de Amazys on a retenu un endettement visé de 35 % de dettes financières nettes pour 65 % de capitaux propres (soit un Gearing de 0.54). Actuellement, Amazys n'a pas de fonds étrangers à rémunérer. Comme il est possible de minimiser les frais de capitaux par un certain endettement, nous admettons qu'à moyen ou long terme Amazys essaiera d'atteindre la structure du capital susmentionnée.

Coût des capitaux étrangers

Nous admettons qu'avec un Gearing de 0.54 Amazys doit payer un supplément de 100 points de base au-dessus du rendement sans risque. Ainsi le coût des capitaux étrangers avant impôts de monte à 5 %.

Coût global du capital

Sur la base des données précédentes, le coût global du capital se calcule comme suit :

⁷ Source : Pictet & Cie, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2004), janvier 2005

(chiffres partiellement arrondis)	Amazys	Source :
Taux d'intérêt sans risque	4.0%	Rendement des emprunts Conf.; y compris réinvestissement
Prime de marché	5.0%	Bloomberg; (Rendement des actions - taux sans risque)
Unlevered Beta	1.13	Analyse Peer Group (Source: Bloomberg)
Relevered Beta	<u>1.57</u>	= Unlevered Beta * (1+(1-i) * Gearing)
Coût des fonds propres	11.9%	= Taux sans risque + (prime de risque de marché * relevered Beta)
Taux d'intérêt sans risque	4.00%	Rendement des emprunts Conf.; y compris réinvestissement
Prime de risque	<u>1.00%</u>	Basé sur la structure visée du capital aux conditions du marché (Bloomberg)
Coût des capitaux étrangers	5.00%	
Coût capitaux étrangers (après i.)	3.60%	= Coût des capitaux étrangers * (1-i)
Gearing (net debt / equity*)	0.54	Structure admise visée à long terme
Part capitaux étrangers	35%	
Part des fonds propres	65%	
Taux d'imposition (i)	<u>28.00%</u>	Taux d'imposition marginal
WACC (après impôts)	<u>9.0%</u>	Coût global des capitaux après impôts

* Valeur du marché

Particularités

Les conséquences sur le résultat de l'expertise de la fortune non nécessaire à l'exploitation ou d'engagements spéciaux ne sont pas importantes.

Pour le calcul du nombre des actions on a admis l'exercice des options « in-the-money ». Les actions propres ont été déduites.

Résultat de l'évaluation DCF

L'évaluation par la méthode DCF conduit à une valeur dans la fourchette de **CHF 89.-** à **CHF 98.-** par action nominative de Amazys.

Les analyses de sensibilité ont montré que, outre les hypothèses concernant WACC et Exit-Multiple, la croissance du chiffre d'affaires, la marge brute, la marge EBITA et les hypothèses d'investissement (y compris les actifs circulants nets) peuvent influencer de façon considérable le résultat de l'évaluation. *Le résultat des analyses de sensibilité figure en appendice 7.*

5.5. Valorisation sur la base de sociétés cotées similaires

Importance

Cette méthode est notamment favorisée par l'analyse financière car les acteurs du marché des capitaux ne disposent généralement pas des plans financiers détaillés des entreprises. Comme Sarasin a pu consulter les plans financiers de Amazys et que leur plausibilité a pu être discutée avec la direction et comparée avec divers autres documents supplémentaires mis à disposition par la Société, nous considérons l'évaluation DCF comme la méthode de valorisation la plus adéquate.



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

Méthodologie

Par la division de la valeur de l'entreprise (valeur boursière actuelle plus dettes nettes et intérêts minoritaires) de sociétés cotées similaires avec les excédents financiers actuels ou attendus (notamment chiffre d'affaires, EBITDA ou EBITA) pour les derniers douze mois, l'exercice courant et le prochain exercice, on obtient des multiplicateurs et on forme une moyenne (voir Appendice 8.1). L'application de ces multiplicateurs moyens sur les chiffres-clés financiers (chiffre d'affaires, EBITDA et EBIT) de Amazys donne un résultat de valorisation pour chaque multiplicateur moyen utilisé.

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

- le multiplicateur obtenu
- l'excédent financier sur lequel le multiplicateur est appliqué

Le multiplicateur obtenu est finalement dépendant du choix des sociétés comparables. Le multiplicateur est pertinent si l'on a à disposition des sociétés qui sont comparables à la société à évaluer au point de vue des caractéristiques essentielles.

Comme la méthode se base sur des résultats actuels, ou attendus à court terme (derniers douze mois, 2005 et 2006), le calcul reflète la valeur de l'entreprise dans une optique à court terme. Les potentiels de croissance et d'amélioration des marges réalisables à moyen terme ne sont contenus que si les sociétés comparables ont des potentiels de croissance et de marge comparables.

Choix de sociétés comparables pour Amazys

Il a été vraiment difficile de choisir des sociétés comparables à Amazys. Il n'y a que deux entreprises relativement directement comparables, avec des produits concurrents et opérant dans des marchés similaires, soit X-Rite et Datacolor. La seule société cotée est X-Rite alors que Datacolor est une filiale de la brasserie Eichhof, qui elle est cotée. Comme le chiffre d'affaires de Datacolor ne représente qu'environ un tiers du chiffre d'affaires global de la brasserie Eichhof, nous considérons que Eichhof n'est pas appropriée pour une analyse comparative.

Amazys offre d'abord aux clients industriels du matériel et des logiciels pour mesurer et gérer les couleurs dans la production industrielle, l'impression et dans le domaine du traitement digital des images. Pour le matériel, il s'agit principalement de senseurs qui peuvent mesurer le couleur (ou sa qualité) comme produit individuel ou incorporé en un autre produit (par exemple une imprimante) et pour les logiciels il s'agit notamment d'applications qui permettent d'assurer la fidélité de la couleur du design à la fabrication en série. Les clients principaux de Amazys sont en première ligne des entreprises OEM, à moyen terme de plus en plus des « clients professionnels finaux ». La croissance attendue du chiffre d'affaires futur se monte à environ 8 % et la marge EBITA espérée à 13 % - 14 %. Amazys a une position dominante dans un marché ayant une forte intensité de concurrence. Sa capitalisation boursière est relativement modérée par comparaison avec les autres entreprises co-



tées. Les facteurs de coût sont moins les investissements que les frais pour la recherche et le développement ainsi que la vente et le marketing.

Dans cette optique des entreprises comparables ont été identifiées avec les exigences idéales suivantes :

- Producteurs d'appareils de mesure ayant une technologie exigeante dans le segment de mesure de la couleur ou dans des domaines ayant une clientèle identique (automobile, textile, imprimerie & graphisme) et de logiciels en rapport avec ces appareils de mesure
- L'offre s'adresse plutôt aux entreprises OEM et non pas au marché de détail
- Espérances de croissance et de profitabilité comparables
- Position de marché dominante dans des marchés spécifiques ayant une forte intensité de concurrence
- Intensité d'investissement relativement faible
- Small Cap à Mid Cap

Sur la base de ces critères le groupe suivant d'entreprises comparables a été retenu :

- Cyberoptics
- EFI (Electronics for Imaging)
- Hexagon
- Konica-Minolta
- Mettler-Toledo
- Thermo Electron
- X-Rite

Des entreprises retenues, seul X-Rite est une entreprise comparable au propre sens du terme. Les autres sociétés ont plusieurs similarités avec les caractéristiques de Amazys, mais aussi de nombreuses différences. Outre X-Rite, nous considérons Cyberoptics, EFI, Mettler-Toledo et Thermo Electron comme les sociétés les mieux comparables (« International Selected Peers »). Voir à ce sujet l'appendice 8.2.

En outre un choix de sociétés industrielles suisses a été retenu bien qu'elles ne soient pas directement comparables quant à leur activité ; elles peuvent cependant donner certains repères pour l'estimation du marché des sociétés industrielles suisses. Les sociétés suivantes ont été retenues :

- Belimo
- Feintool
- Georg Fischer
- Kaba
- Komax
- Saurer
- Schindler
- Sulzer



Malgré toutes les restrictions nous considérons Belimo, Kaba et Komax comme les sociétés mieux comparables, notamment en ce qui concerne leur rentabilité, leur capitalisation boursière et leur croissance attendue (« Swiss Selected Peers »). Voir à ce sujet l'appendice 8.2.

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

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

X-Rite : **CHF 76.- à CHF 93.-** par action nominative

Selected International Peers: **CHF 88.- à CHF 104.-** par action nominative⁸
(Cyberoptics, EFI, Mettler-Toledo, Thermo Electron, X-Rite)

Selected Swiss Peers: **CHF 79.- à CHF 88.-** par action nominative
(Belimo, Kaba, Komax)

En résumé, Sarasin est de l'avis que le résultat de la comparaison avec X-Rite et les « Selected Swiss Peers » est plus pertinente que la comparaison avec les « Selected International Peers » parce que la majorité de ces sociétés se trouvent dans un autre ordre de grandeur en ce qui concerne leur capitalisation boursière et l'importance de leur chiffre d'affaires.

5.6. Evaluation sur la base de transactions comparables

Importance

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

Par la division de la valeur de l'entreprise qui a été payée dans le cadre d'une offre de reprise par l'excédent financier de la société visée (chiffre d'affaires, EBITDA ou EBIT) on obtient le multiple payé. On calcule un multiplicateur moyen sur la base de diverses

⁸ Pour tenir compte du fait que les entreprises comparables ont d'une part un chiffre d'affaires plus important et d'autre part des capitalisations boursières plus grandes, un abattement de 10 % a été fait.



transactions que l'on multiplie avec l'excédent financier de la société visée pour obtenir sa valeur en tant qu'entreprise visée.

Choix de transactions comparables

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

- Grandeur de la transaction : inférieure à US\$ 500 millions et supérieure à US\$ 50 millions
- Activité industrielle comparable, notamment dans le domaine de la technique de mesure et la sensorique, le monitoring ou la production de logiciels liés à de telles activités
- Date de transaction inférieure à 2 ans
- Reprise d'une majorité
- Multiples à disposition

Résultat de l'évaluation sur la base de transactions semblables

Les multiples payés pour les transactions correspondantes figurent dans l'appendice 8.3. L'analyse montre que les chiffres-clés, notamment les multiplicateurs significatifs sur l'EBITA, sont rarement disponibles et que les chiffres-clés qui en résultent (notamment les multiples de chiffres d'affaires) divergent fortement.

Du point de vue de Sarasin, la valeur de cette analyse est très limitée parce que d'une part les chiffres-clés significatifs à disposition sont rares et d'autre part les personnes étrangères aux transactions ne peuvent juger dans quelle mesure ces transactions sont comparables avec la présente transaction.

L'estimation sur la base de transactions comparables conduit à un résultat d'évaluation de **CHF 111.-** par action nominative, dans une fourchette allant de **CHF 100.-** à **CHF 121.-**.

5.7. Analyse des primes payées dans le marché suisse des capitaux

Comme autre analyse on peut également estimer dans quelle mesure la prime initialement offerte de 39 % sur le cours de bourse de l'action Amazys pendant les 30 derniers jours de bourse (état au 26 janvier 2006), correspond aux primes payées dans des transactions boursières comparables.

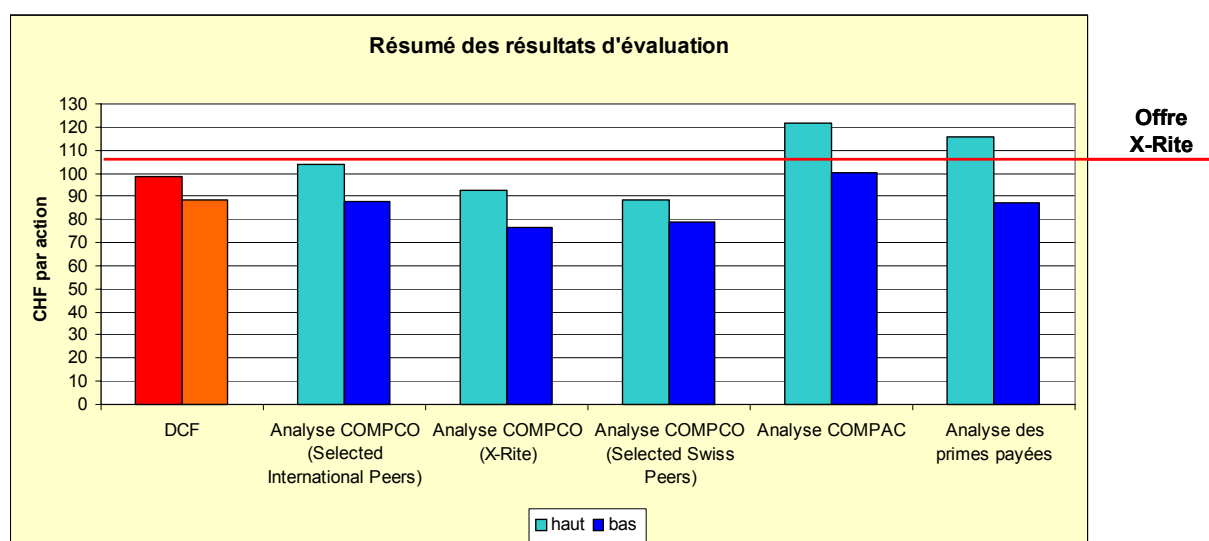
Les critères pour les transactions comparables ont été fixés comme suit :

- Grandeur de la transaction : supérieure à CHF 40 millions
- Société ayant des activités industrielles
- Date de transaction inférieure à 2 ans
- Société visée cotée à la SWX Swiss Exchange



La constellation spécifique du cadre d'une offre publique de reprise influence considérablement la prime. C'est ainsi que des primes plus élevées ont été payées dans les OPA hostiles avec des offres concurrentes (par exemple Leica ou Saia-Burgess) que dans les offres sans concurrence (par exemple Sarna). En outre le genre d'indemnité joue un rôle. Si seules des actions sont offertes, les primes payées sont généralement plus faibles que si l'offre est majoritairement en espèces. Sur la base des primes les plus hautes et les plus basses payées on calcule pour Amazys, sur la base du cours d'ouverture des 30 derniers jours de bourse jusqu'au 26 janvier 2006, une fourchette de **CHF 87.- à CHF 116.-** avec une valeur moyenne de **CHF 102.-** par action nominative.

5.8. Résumé des résultats d'évaluation



L'évaluation par la méthode DCF donne une valeur pour Amazys de **CHF 89.- à CHF 98.-** par action nominative Amazys.

Le résultat de l'évaluation par la méthode DCF est notamment soutenu par l'analyse des COMPCO et est plausible.

L'évaluation par la méthode DCF sur une base stand-alone ne tient pas compte par nature de la totalité de la prime de contrôle atteignable.

L'analyse COMPAC et l'analyse des primes payées indiquent les primes de contrôle atteignables en moyenne. En tirer des conséquences dans un cas concret, dans le présent cas sur l'offre de reprise de X-Rite, n'est que modérément sensé, parce que les circonstances des divers cas sont trop différentes. Toutefois on peut dire que l'offre de X-Rite se trouve dans le cadre des résultats de cette analyse.

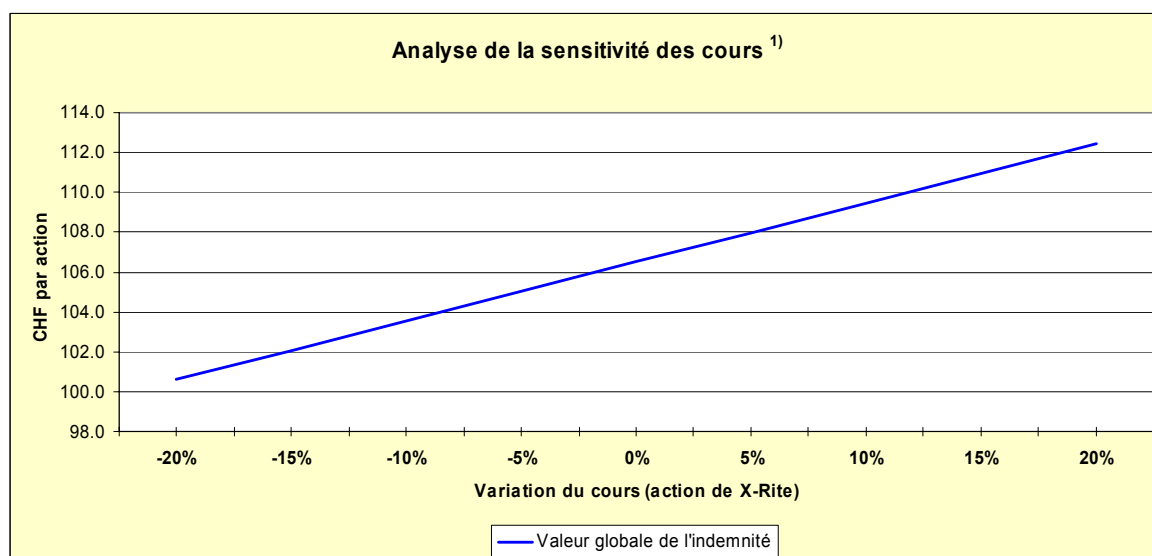
Par conséquent il faut se baser pour l'essentiel sur le résultat de la méthode DCF pour l'évaluation de Amazys.



6. Evaluation de la contre-valeur

X-Rite offre aux actionnaires de Amazys une indemnité d'une valeur globale de CHF 106.50 par action nominative. Cette indemnité s'articule en une composante en espèces de CHF 77.- et en une composante en actions de CHF 29.50. Le nombre d'actions est fixé sur la base du cours moyen des actions de X-Rite avant l'annonce de la transaction.

Vu la part importante de la composante en espèces (72 % du montant global de CHF 106.50), les variations éventuelles du cours de l'action de X-Rite n'ont que des conséquences relativement réduites sur la valeur globale de l'indemnité.



¹⁾ Hypothèse: Cours de change constant US\$ / CHF



7. Résultat de l'expertise

Sur la base des analyses d'évaluation et des réflexions faites dans la présente expertise, nous considérons que l'offre de reprise de X-Rite est équitable du point de vue du Conseil d'administration et des actionnaires de Amazys. Cette assertion est notamment fondée sur les résultats fournis par la méthode Discounted Cash Flow. Le résultat de l'analyse DCF est complété et confirmé par les analyses complémentaires présentées ci-devant.

Zurich, le 30 janvier 2006

Banque Sarasin & Cie SA

Alexander Cassani

Matthias Spiess



8. Appendices

8.1. Appendice 1 : Multiples de sociétés cotées similaires (comparables)

International Peer Group

Company	Country	Market Cap.	Sales Multiples				EBITDA Multiples				EBITA Multiples		
		(Local currency)	LTM	2005 E	2006 E		LTM	2005 E	2006 E		LTM	2005 E	2006 E
X-Rite	US	234	1.7x	1.6x	1.5x		10.0x	NA	NA		13.8x	15.2x	10.6x
EFI	US	1'214	3.1x	2.3x	1.9x		26.3x	14.2x	10.6x		37.0x	17.2x	11.0x
Thermo Electron	US	5'345	2.5x	2.2x	2.0x		19.3x	13.3x	11.7x		22.5x	16.9x	14.4x
Mettler-Toledo	US (Swiss)	2'564	1.9x	1.8x	1.7x		13.1x	12.0x	11.2x		15.1x	14.6x	13.4x
Cyberoptics	US	133	1.8x	2.4x	1.8x		7.1x	NA	NA		7.7x	32.0x	10.9x
Konica Minolta	Japan	709'240	0.8x	0.9x	0.9x		29.7x	6.4x	5.8x		20.2x	11.8x	10.3x
Hexagon	Sweden	4'214	0.8x	0.7x	0.5x		7.4x	5.3x	3.2x		9.9x	7.4x	4.1x
AVERAGE (all peers)			1.8x	1.7x	1.5x		16.1x	10.3x	8.5x		18.0x	16.4x	10.7x
AVERAGE (peer selection)			2.2x	2.1x	1.8x		15.2x	13.2x	11.2x		19.2x	19.2x	12.0x

Source: Bloomberg (I/B/E/S)

Ce document est une traduction du texte original allemand. Seul le texte allemand fait foi.

Swiss Peer Group

Company	Market Cap.	Sales Multiples			EBITDA Multiples			EBITA Multiples		
	(CHFm)	LTM	2005 E	2006 E	LTM	2005 E	2006 E	LTM	2005 E	2006 E
Komax	370	1.8x	1.5x	1.3x	10.6x	11.4x	9.0x	14.0x	14.9x	11.4x
Belimo	510	2.0x	1.8x	1.7x	11.5x	10.7x	9.5x	13.9x	13.1x	11.5x
Kaba	1'142	1.5x	1.4x	1.3x	9.5x	9.1x	8.6x	11.5x	11.3x	10.5x
Saurer	1'316	0.5x	0.5x	0.5x	4.0x	4.8x	4.3x	6.7x	8.7x	7.3x
Georg Fischer	1'571	0.5x	0.5x	0.5x	4.9x	4.7x	4.4x	8.5x	7.7x	6.7x
Feintool	190	0.7x	0.7x	0.6x	7.8x	6.5x	6.2x	15.4x	10.7x	10.0x
Sulzer	2'834	2.5x	2.1x	1.9x	22.2x	20.9x	16.6x	45.6x	32.8x	23.0x
Schindler	7'045	1.8x	1.8x	1.7x	20.4x	21.0x	18.5x	26.6x	24.8x	21.4x
AVERAGE (all peers)		1.4x	1.3x	1.2x	11.4x	11.1x	9.6x	17.8x	15.5x	12.7x
AVERAGE (peer selection)		1.8x	1.6x	1.5x	10.5x	10.4x	9.0x	13.1x	13.1x	11.2x

Source: Bloomberg (I/B/E/S)

8.2. Appendice 2 : Choix des « Selected Peers »⁹

International Peer Group

Company	CAGR Sales 2004 - 2006 E	EBITA Margin 2005 E	EBITA Margin 2006 E	RANKING
X-Rite	7.8%	10.8%	14.0%	1
EFI	22.6%	13.3%	17.0%	2
Thermo Electron	14.1%	13.2%	14.3%	3
Mettler-Toledo	5.3%	12.5%	13.0%	3
Cyberoptics	4.2%	7.6%	16.4%	3
Konica Minolta	-3.0%	7.4%	8.7%	6
Hexagon	27.5%	9.8%	12.6%	7
AMAZYS (I B E S)	8.1%	16.7%	16.7%	

Source: Bloomberg (I B E S Forecast)

Swiss Peer Group

Company	CAGR Sales 2004 - 2006 E	EBITA Margin 2005 E	EBITA Margin 2006 E	RANKING
Belimo	9.2%	14.1%	14.7%	1
Kaba	4.9%	12.4%	12.8%	2
Komax	16.0%	10.1%	11.7%	3
Georg Fischer	4.0%	6.5%	7.1%	4
Sulzer	12.3%	6.3%	8.5%	4
Schindler	1.8%	7.2%	8.0%	4
Feintool	4.9%	6.1%	6.3%	7
Saurer	-0.5%	5.7%	6.6%	8
AMAZYS (I B E S)	8.1%	16.7%	16.7%	

Source: Bloomberg (I B E S Forecast)

⁹ Le rang est d'autant plus élevé que les chiffres-clés de croissance et de profitabilité des sociétés comparables sont proches de ceux de Amazys.

Ce document est une traduction du texte original allemand. Seul le texte allemand fait foi.

8.3. Appendice 3 : Multiples de transactions semblables

Year	Target	Acquiror	Enterprise Value (US\$m)	EV/LTM Sales	EV /LTM EBITDA
2005	Solartron Analytical	AMETEK Inc	75.8	2.8x	17.9x
2005	BEI Technologies Inc	Schneider Electric SA	531.19	1.8x	16.8x
2005	Spectro Beteiligungs GmbH	AMETEK Inc	96.9	0.8x	NA
2005	VUTEk Inc	Electronics for Imaging	281.0	2.2x	NA
2005	CORECO iMaging	DALSA Corp	57.8	2.2x	NA
2004	Novar Plc	Honeywell International Inc	1828.31	0.7x	6.8x
2004	Linx Printing Technologies PLC	DANAHER Corp	148.7	2.9x	22.2x
2004	Computer Access Technology Corp	LeCroy Corp	118.0	6.7x	NM
2004	Taylor Hobson Ltd	AMETEK Inc	93.4	2.3x	17.6x
2004	Ocean Optics Inc	HALMA PLC	50.0	2.0x	NA
2004	Spectra-Physics Inc	Newport Corp	300.0	1.5x	NA
2004	ISCO Inc	Teledyne Technologies Inc	96.0	1.4x	21.0x
2004	Kavlico Inc	Schneider Electric SA	195.0	1.2x	NA
Sources: Bloomberg, Factsheet, Company Info			Mean	2.2x	17.1x
			Median	2.0x	17.8x

Ce document est une traduction du texte original allemand. Seul le texte allemand fait foi.

8.4. Appendice 4 : Analyse des primes

Date Of An- nouncement ²⁾	Target	Acquiror ¹⁾	Transaction Value Equity ¹⁾	Cash Consideration in % of total	Minimum Ac- ceptance Level ¹⁾	Premium paid based on 1 Month Average ³⁾	Target Industry Segment
(in CHFm)							
31.01.2006	Amazys	X-Rite	365.3	72%	70%	39.6%	Electronic Measur. Instr.
01.12.2005	Berna Biotech	Crucell NV	590	0%	67.0%	18.9%	Health Care
12.09.2005	Sarna Kunstoff	Sika	399	100%	66.7%	14.4%	Bldg & Construction Prod-Misc
30.06.2005	Saia-Burgess	Gatebrook (Johnson)	696	100%	50.0%	41.3%	Electric Products - Misc.
13.06.2005	Leica Geosystems Holding AG	Hexagon AB	1463	80%	50.1%	51.7%	Electronic Measur. Instr.
11.03.2005	Büro-Fürer AG	Holding Lyreco Internationale S.A.S.	46	100%	none	34.3%	Office Supplies & Forms
2004	none						
Mean						33%	
Median						37%	

Source: Bloomberg; Company Info

1) Of the successful acquiror, if competing offers were launched

2) Announcement date of first offer if competing offers were launched and successful

3) Opening prices for the previous 30 trading days, for Amazys until January 26, 2006

8.5. Appendice 5 : Bêta de sociétés cotées similaires

Company	Beta Index	Adjusted Beta ¹⁾	Net Debt / Market Cap	Unlevering Factor ²⁾	Unlevered Beta ³⁾
X-Rite	SPX	1.40	-7.0%	1.05	1.47
Amazys	SMI	0.56	-13.0%	1.10	0.62
Konica Minolta	TPX	1.21	26.1%	0.85	1.03
Electronics for Imaging Inc	SPX	1.13	-34.1%	1.30	1.47
Cyberoptics Corp	SPX	1.53	-23.7%	1.19	1.82
Thermo Electron Corp	SPX	1.18	0.8%	0.99	1.17
Mettler-Toledo Int.	SPX	0.98	59.6%	0.70	0.68
Hexagon	OMX	0.84	5.4%	0.96	0.81
MEAN					1.13

¹⁾ Source: Bloomberg, weekly data since Jan. 23, 2004; performance compared with respective local index

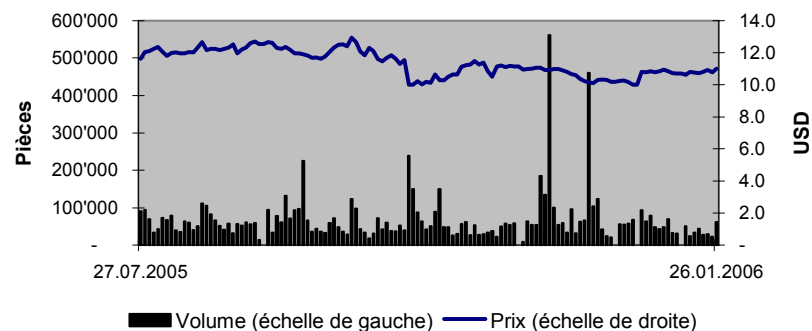
²⁾ Unlevering Factor = $1 / (1 + (1 - \text{tax rate}) * (\text{net debt}/\text{equity}))$

³⁾ Unlevered Beta = Adjusted Beta * Unlevering Factor

8.6. Appendice 6 : Analyse des cours et des volumes de X-Rite

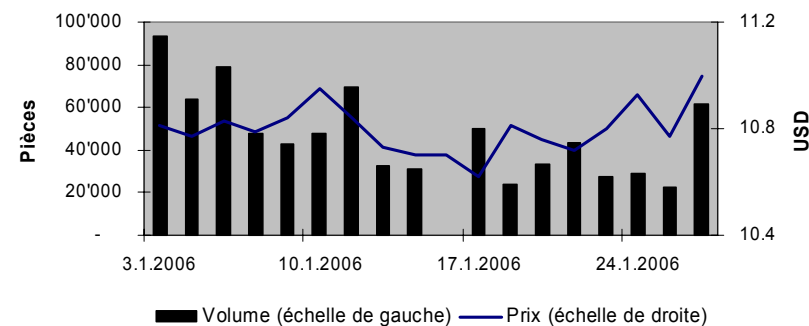
Evolution des cours et volumes de l'action X-Rite

(6 mois)



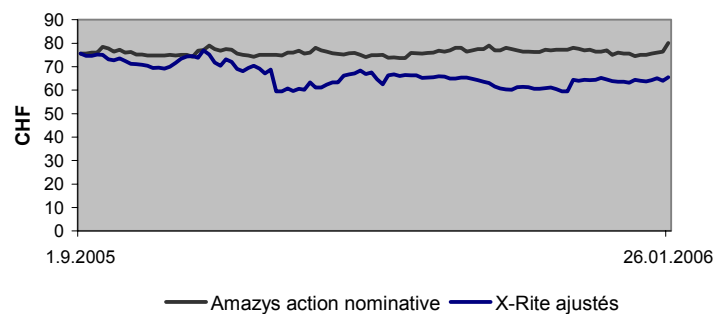
Evolution des cours et volumes de l'action X-Rite

(Janvier 2006)



Evolution des cours Amazys et X-Rite (ajustés)

(depuis 1er septembre 2005)



Cours de clôture de l'action X-Rite

(en USD)	2001	2002	2003	2004	2005
Max.	10.2	9.6	12.0	17.0	16.6
Min.	6.9	6.5	7.1	11.5	10.0
Cours de clôture le 26 janvier 2006 : USD 11.0					

Source: Bloomberg

8.7. Appendice 7 : Analyses de sensibilité

A la demande de la Commission des OPA, la sensibilité des résultats de la valorisation en fonction des principaux Value Drivers du Businessplan ainsi que des WACC et Exit-Multiple utilisés a été représentée dans le tableau ci-contre. Sarasin attire l'attention sur le fait que les fluctuations de valeur présentées ont une signification minime étant donné que la simulation ne reproduit que la modification d'un seul Value Driver à la fois, sans questionner les raisons de cette modification et sans analyser ni juger les interactions avec les autres Value Drivers. Ainsi par exemple, une marge EBITA inférieure, causée par des dépenses plus élevées en recherche et développement, influence ordinairement la croissance future et la capacité bénéficiaire future de manière positive, alors que l'analyse de sensibilité présentée se borne à refléter l'effet d'une marge EBITA inférieure.

Value Driver	Variation Value Driver '06 - '10	Impact sur la valeur de l'action Amazys
a) WACC	plus 1 pourcent (100 pts de base) minus 1 pourcent (100 pts de base)	-2.8% 3.0%
	plus 0.25 pour Beta (relevered) minus 0.25 pour Beta (relevered)	-2.3% 2.4%
b) Valeur résiduelle	plus 0.5x pour Exit Multiple (valeur résiduelle) minus 0.5x pour Exit Multiple (valeur résiduelle)	3.8% -3.8%
c) Taux de croissance	plus 1 pourcent (100 pts de base) de croissance moyenne minus 1 pourcent (100 pts de base) de croissance moyenne	2.9% -2.8%
d) Marge brute	plus 1 pourcent (100 pts de base) de marge brute moyenne minus 1 pourcent (100 pts de base) de marge brute moyenne	5.6% -5.6%
e) Marge EBITA	plus 1 pourcent (100 pts de base) de marge EBITA moyenne minus 1 pourcent (100 pts de base) de marge EBITA moyenne	5.5% -5.5%
f) CAPEX	plus CHF 1 million p.a. minus CHF 1 million p.a.	-1.1% 1.1%
g) Taux d'imposition	plus 1 pourcent (100 pts de base) minus 1 pourcent (100 pts de base)	-0.2% 0.2%



8.8. Appendice 8 : Liste des abréviations / Glossaire

Amazys	Amazys Holding AG, Regensdorf, c/o Gretag-Macbeth AG, Althardstrasse 70, CH-8105 Regensdorf, Suisse
Bêta	Facteur de risque relatif des fonds propres d'une entreprise
CAGR	Compound Annual Growth Rate, croissance annuelle moyenne pendant une certaine durée (moyenne géométrique)
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
Exit-Multiple EBITDA	Rapport entre valeur résiduelle et EBITDA dans la dernière année de planification
FCF	Free Cash Flow (avant intérêts sur capitaux étrangers); a été utilisé comme excédent financier dans l'évaluation DCF
LTM	Last twelve months (Résultat basé sur les données financières publiées les derniers 12 mois)
OEM	Original Equipment Manufacturer (équipement d'origine)
Option « in-the-money »	Droit au retrait d'une action Amazys à un cours d'exercice inférieur au cours de bourse actuel
Société visée	Société, objet d'une offre de reprise par un acheteur
Valeur d'entreprise brute	Valeur d'une entreprise avant déduction du capital étranger portant intérêts (le cas échéant apuré de la liquidité excédentaire)
Valeur d'entreprise nette	Valeur d'une entreprise après déduction du capital étranger portant intérêts ; correspond à la valeur des fonds propres
Valeur résiduelle	Valeur de l'entreprise à la fin de la période de planification (nommée également valeur finale)
Value Driver	Paramètre d'estimation qui a une influence prépondérante sur le résultat de l'évaluation DCF
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Coût pondéré des capitaux totaux, comprenant les coûts des fonds propres et étrangers)
X Rite	X Rite Inc., 3100 44 th Street S.W., Grandville, MI-49418, USA

