

# Expertise d'évaluation Datacolor SA



SARASIN

Bank Sarasin & Cie SA  
Corporate Finance  
Löwenstrasse 11  
8022 Zurich

Zurich, le 14 décembre 2010

## Table des matières

|  |    |
|--|----|
| 1. Introduction .....  | 3  |
| 1.1. Situation initiale.....   | 3  |
| 1.2. Mandat de Werner Dubach à Sarasin .....                             | 3  |
| 2. Bases d'appréciation .....  | 5  |
| 3. Datacolor en bref.....  | 6  |
| 3.1. Datacolor .....   | 6  |
| 3.2. Le marché de la gestion numérique de la couleur .....               | 8  |
| 4. Évaluation .....  | 11 |
| 4.1. Périmètre d'évaluation .....  | 11 |
| 4.2. Plans financiers utilisés.....                                      | 11 |
| 4.3. Méthodes d'analyse utilisées .....                                  | 15 |
| 4.4. Méthode Discounted Cash Flow (DCF).....                             | 15 |
| 4.5. Évaluation sur la base de sociétés cotées comparables (Compco)..... | 18 |
| 4.6. Résumé du rapport d'évaluation.....                                 | 20 |
| 5. Résultat de l'évaluation & conclusion .....                           | 21 |
| 6. Annexe.....   | 22 |
| 6.1. Appendice 1: Bêtas de sociétés cotées comparables .....             | 22 |
| 6.2. Appendice 2: Multiplicateurs de sociétés cotées comparables .....   | 23 |
| 6.3. Appendice 3: Liste des abréviations / Glossaire .....               | 24 |



# 1. Introduction

## 1.1. Situation initiale

Datacolor SA, Lucerne («Datacolor») est une société cotée au Domestic Standard de la SIX Swiss Exchange avec une capitalisation boursière au 13 décembre 2010 d'environ CHF 65 Mio. La valeur comptable des fonds propres est d'environ CHF 26.0 Mio. au 30.09.2010. Datacolor est issue de Eichhof Holding rebaptisée Datacolor SA lors de l'assemblée générale de l'année 2009. Ce changement de nom résulte de la vente des deux divisions Eichhof Getränke et Eichhof Immobilien.

Datacolor est l'un des leaders mondiaux dans la production de systèmes logiciels et matériels de mesure et de communication de la couleur. Datacolor a réalisé un chiffre d'affaires de CHF 59.5 Mio. sur l'exercice 2009/2010 et un résultat opérationnel (EBIT) de CHF 5.4 Mio. Datacolor est la deuxième plus importante société dans le domaine des solutions de gestion de la couleur derrière X-Rite beaucoup plus grande. Le troisième plus gros fournisseur est BYK-Gardner appartenant à la société allemande Altana AG<sup>1</sup>. Datacolor couvre avec ses produits aussi bien le secteur industriel que celui des biens de consommation; le secteur industriel ayant généré presque 79% du chiffre d'affaires global pour l'exercice 2009/2010. La société dispose d'une position forte sur le marché dans le secteur industriel, particulièrement dans l'industrie textile, des cosmétiques, de l'automobile et des matières plastiques et chez les fabricants de colorants, chaussures et de meubles. Dans le secteur des biens de consommation, les produits ont des applications principalement dans la photographie numérique.

Les principaux actionnaires de Datacolor sont Werner Dubach avec 33.25% et Anne Keller Dubach avec 16.72%.<sup>2</sup>

Puisqu'il s'agit pour l'action Datacolor d'un titre non liquide selon les critères définis dans la circulaire n°2 de la COPA du 26 février 2010, une évaluation doit être entreprise en cas d'offre d'achat conformément à l'art 40 al. 4 OBVM-FINMA lié à l'art. 25 LBVM. Datacolor est un titre non liquide selon la circulaire de la COPA parce que (i) la médiane du volume quotidien des transactions boursières est inférieure à 0.04% de la fraction librement négociable du titre durant 10 des 12 mois précédant la date de l'offre préalable (free float) et (ii) l'action ne fait pas non plus partie du Swiss Leader Index (SLI)<sup>3</sup>.

## 1.2. Mandat de Werner Dubach à Sarasin

Werner Dubach de Lucerne à Hergiswil/NW, a mandaté Sarasin le 1<sup>er</sup> novembre 2010 de l'évaluation des titres de participation de Datacolor dans le cadre d'une offre d'achat visant toutes les actions en circulation de Datacolor. Dans cette fonction, Sarasin a effectué une évaluation de la société conformément à l'art 40 al. 4 OBVM-FINMA lié à l'art. 25 LBVM pre-

---

<sup>1</sup> Selon les indications de la direction de Datacolor. Puisque le marché est très opaque et qu'il n'existe pas d'étude de marché détaillée, les parts de marché des différentes entreprises sont dans l'ensemble difficiles à évaluer.

<sup>2</sup> Indications selon le rapport de gestion 2010, avec la fin de l'exercice au 30.09.2010.

<sup>3</sup> Le Swiss Leader Index inclut les 30 titres les plus liquides et les plus fortement capitalisés du Swiss Performance Index (SPI).



nant en compte les règles spécifiques de l'appréciation des titres non liquides. La méthode, les bases de calcul et les paramètres d'évaluation seront indiqués dans ce rapport conformément à l'art. 25 LBVM.

Sarasin ne reçoit aucune indemnité en rapport avec ce mandat qui soit dépendante de l'énoncé de l'évaluation ou du succès d'une transaction avec Datacolor. Sarasin est ainsi indépendante dans son jugement. Sarasin Corporate Finance ne détient aucun autre mandat de Monsieur Werner Dubach ou de Datacolor.

L'évaluation s'appuie sur l'appréciation d'informations dont nous avons supposé l'exactitude et l'intégrité et auxquelles nous nous sommes fié sans les faire confirmer ou contrôler par des tiers. Nous avons admis que les indications, informations et données mises à notre disposition ont été établies correctement. Comme précisé au chapitre 4.2 sous la rubrique «plausibilité et consistance des plans financiers», les principaux facteurs influençant la définition de la valeur de l'entreprise («Value Driver») ont été vérifiés par Sarasin quant à leur plausibilité et leur consistance.



## 2. Bases d'appréciation

Sarasin a utilisé les bases suivantes pour son appréciation:

- ◆ Informations disponibles au public sur Datacolor qui sont, à notre avis, utiles pour l'évaluation. Il s'agit avant tout du rapport de gestion validé de 2008 de Eichhof Holding et des rapports de gestion validés de 2009 et 2010 de Datacolor
- ◆ Monthly Performance Reporting de novembre 2009 à octobre 2010 de Datacolor
- ◆ Budget 2011 mis à jour (compte de résultat, bilan, tableau de financement) au 17.11.2010 et plan à moyen terme mis à jour 2012/2013 (compte de résultat uniquement) au 17.11.2010
- ◆ Présentations de la direction et des investisseurs pour Datacolor et l'industrie de gestion de la couleur
- ◆ Divers entretiens avec le CEO et le CFO de Datacolor, notamment au sujet de la situation financière et bénéficiaire, des perspectives d'affaires, des moteurs de création de valeur et des hypothèses du Business Plan, de l'environnement du marché et de la concurrence
- ◆ Données du marché des capitaux et éléments financiers des sociétés cotées choisies (sociétés comparables)
- ◆ Analyses actuelles et historiques des marchés financiers pour obtenir les paramètres utiles à l'évaluation

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

Lors de cette évaluation, Sarasin n'a mené aucune inspection des installations de production ni des équipements de Datacolor. Sarasin n'a pas non plus entrepris ou fait réaliser d'estimations ou d'évaluations des actifs et des passifs de Datacolor.

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

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



## 3. Datacolor en bref

### 3.1. Datacolor

#### Modèle d'entreprise et structure du groupe

Datacolor propose des systèmes de gestion numérique de la couleur et des solutions comprenant des logiciels, du matériel et des services pour l'essai, la mesure, l'étalonnage, la communication et le traitement des couleurs.

Les produits de Datacolor sont axés sur le secteur des biens de consommation et le secteur industriel. Dans le secteur des biens de consommation, les produits et les applications sont destinés principalement aux concepteurs, aux photographes professionnels et amateurs avisés, aux petites entreprises et aux utilisateurs privés qui souhaitent s'appuyer sur des couleurs homogènes et précises dans l'ensemble du flux opérationnel numérique (c'est-à-dire du traitement numérique jusqu'à l'impression sur papier).

Les principaux groupes cibles dans le secteur industriel sont des entreprises pour lesquelles la gestion professionnelle des couleurs représente une part importante de la chaîne de création de valeur et de la chaîne de production. Ces entreprises ont généralement des procédés complexes et globaux de fabrication qui ne peuvent être réalisés que par la gestion parfaite des couleurs, peu coûteuse, de qualité élevée et précise. Le matériel et les logiciels de Datacolor sont principalement utilisés dans l'industrie textile, des matières synthétiques, de l'automobile et des colorants et vernis, par les fabricants de produits cosmétiques, dans la production mondiale de chaussures et de meubles ainsi que dans l'industrie de l'emballage.

Afin de répondre pleinement à la demande des groupes cibles des biens de consommation et de l'industrie, Datacolor est organisée en deux «Business Unit». Les deux unités stratégiques sont le secteur industriel (instruments, logiciels, vente et service) et le secteur des biens de consommation (principalement la ligne de produits «Spyder»).

Datacolor vend ses produits dans le monde à travers ses propres points de vente et partenaires de distribution et possède des sites de développement, de production, de distribution et de service en Europe, Asie et Amérique du Nord. Durant l'exercice 2009/2010, le nombre moyen de postes à temps plein chez Datacolor s'élevait à 258 (254 l'année précédente).

Datacolor dispose à Suzhou (Chine) d'un centre d'exploitation et de production rentable. En plus, certains composants sont fabriqués ou étalonnés à Lawrenceville, New Jersey. Datacolor poursuit la recherche et le développement principalement à Lawrenceville, New Jersey.

Du 1<sup>er</sup> octobre 2009 au 30 septembre 2010, Datacolor a généré un chiffre d'affaires consolidé de CHF 59.5 Mio. (CHF 51.2 Mio. dans la même période 2008/2009) et un EBIT de CHF 5.4 Mio. (CHF - 2.0 Mio<sup>4</sup>). Les dépenses de recherche et développement s'élevaient à CHF 5.4 Mio. (CHF 4.9 Mio.).

---

<sup>4</sup> Hors charges exceptionnelles, résultant en majorité de diverses mesures de restructuration, l'EBIT s'élevait à CHF 0.3 Mio.



**Sociétés filiales et financières de Datacolor AG**

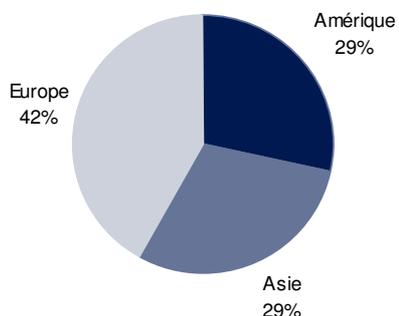
| Société  | Monnaie | Capital en Mio. | Participation en % |
|--|---------|-----------------|--------------------|
| Datacolor Holding SA, Luzern, Suisse                   | CHF     | 10'000          | 100%               |
| Datacolor SA Europe, Dietlikon, Suisse                 | CHF     | 2'000           | 100%               |
| Datacolor Logistik SA, Luzern, Suisse                  | CHF     | 1'000           | 100%               |
| Datacolor International France SA, Paris, France       | EUR     | 274             | 100%               |
| Datacolor GmbH, Marl, Allemagne                        | EUR     | 256             | 100%               |
| Datacolor Asia Pacific (HK) Ltd., Hong Kong            | HKD     | 10              | 100%               |
| Datacolor Inc. Lawrenceville, États-Unis               | USD     | 35'808          | 100%               |
| Datacolor International Ltd., Altrincham, Angleterre   | GBP     | 7'500           | 100%               |
| Datacolor Italia S.r.l., Bergamo, Italie               | EUR     | 20              | 100%               |
| Datacolor Technology (Suzhou) Co., Ltd., Suzhou, Chine | USD     | 3'200           | 100%               |
| Datacolor Trading (Shanghai) Ltd., Shanghai, Chine     | CNY     | 1'364           | 100%               |
| Datacolor Solutions Private Limited, Mumbai, Inde      | INR     | 100             | 100%               |
| MABAG AG, Luzern, Suisse                               | CHF     | 100             | 100%               |

Source: Rapport de gestion Datacolor 2010

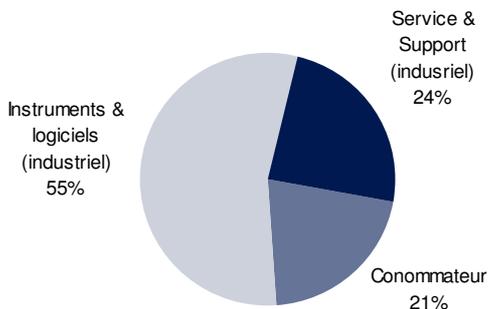
**Répartition du chiffre d'affaires**

Datacolor a réalisé durant l'exercice 2010 (exercice du 1<sup>er</sup> octobre 2009 au 30 septembre 2010) 29% de son chiffre d'affaires en Amérique, 29% supplémentaires en provenance d'Asie et 42% en Europe. Datacolor est présente sur ces marchés dans les deux secteurs des biens de consommation et de l'industrie, où environ 21% du chiffre d'affaires global proviennent du marché des biens de consommation et les 79% restants sont issus de produits et services mis au point pour des applications industrielles.

**Chiffre d'affaires par région 09/10**



**Chiffres d'affaires par segment 09/10**



Source: Rapport de gestion Datacolor 2010

## 3.2. Le marché de la gestion numérique de la couleur

### Environnement du marché

La gestion numérique de la couleur consiste actuellement à mesurer, communiquer et gérer les couleurs et les variations de couleurs. Elle comprend également l'analyse, le suivi et la réponse aux requêtes évolutives en matière de couleur.

La gestion de la couleur a pris de l'importance au cours de ces dernières années, car de nombreuses sociétés ont identifié la possibilité de réduction des coûts dans les secteurs du marketing et de la production et d'augmentation de la perception de la marque et de la qualité par le client grâce à une gestion efficace des couleurs. L'utilisation correcte et précise de couleurs dans la production comme dans la commercialisation de biens de consommation (par ex. textiles, chaussures, automobile, cosmétiques, imprimés, etc.), dans la fabrication industrielle (colorants, vernis, etc.) est un facteur qualitatif et concurrentiel décisif. La pression sur les fabricants dont les produits sont caractérisés par une tendance à l'évolution rapide s'est intensifiée ces dernières années. De nos jours, l'adaptation aux tendances passe aussi de plus en plus par l'utilisation de la couleur, ce qui accroît la demande en solutions de gestion de la couleur dans le secteur du matériel et des logiciels.

En outre, les processus de conception et de production désormais communs, globaux et très fragmentés supposent que les fournisseurs, les partenaires externes et les acheteurs utilisent un schéma de couleurs unique pour la conception et la production, ce qui rend une standardisation de la gestion de la couleur nécessaire. Par conséquent, une gestion de la couleur standard et numérique est devenue un élément important en Supply Chain Management global pour les sociétés à dimension mondiale. Cela est particulièrement vrai pour les entreprises qui définissent l'application de couleurs par ce que l'on appelle «Spécifier» dans la Supply Chain. Les principaux domaines d'application sont l'industrie textile, l'industrie internationale de la chaussure et des meubles, les fabricants de produits cosmétiques, les industries de l'emballage, de l'automobile, des colorants et des vernis.

Le marché des produits et des applications dans le secteur de la «gestion de la couleur» est estimé à USD 600 Mio. p.a. par la direction de Datacolor. En raison de sa taille relativement modeste, il peut être décrit comme un marché de niche, peu attrayant à l'heure actuelle pour l'entrée de grands groupes tels que Microsoft, Adobe etc.<sup>5</sup> Il est axé sur la technique, car les clients sont constamment à la recherche de solutions nouvelles et technologiques à niveau de qualité plus élevé, mais moins chères et plus faciles à utiliser, ce qui oblige les fournisseurs à investir une part élevée du chiffre d'affaires en recherche et développement. En plus, le marché de la gestion de la couleur est très fragmenté c'est-à-dire qu'il est divisé en de nombreux segments de taille moyenne et de petite taille, dans lesquels chaque client demande des produits et des solutions adaptés à ses besoins spécifiques. Les fabricants sont ainsi obligés de développer de nombreux produits et solutions spécifiques sur la même base technologique et de traiter séparément chaque segment de marché. Cela a conduit à une certaine spécialisation du côté des fabricants. La plupart d'entre eux se concentrent sur certains segments de marché pour lesquels ils proposent des produits et des solutions spécifiques et sur lesquels la concurrence se limite en général à un ou deux fournisseurs différents au maximum. Seul X-Rite, le plus gros fournisseur de solutions de gestion de la couleur est présent dans la majorité de ces segments.

---

<sup>5</sup> Le seul grand groupe à proposer certains produits et solutions de «gestion de la couleur» est Minolta.



Le marché des solutions de gestion de la couleur est divisé géographiquement en trois régions de vente principales: l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie. Les clients dans ces régions de vente ont des exigences différentes concernant les produits. Ainsi, aux États-Unis et en Europe, des produits techniquement sophistiqués, à utilisation multiple et innovants sont presque exclusivement demandés, alors qu'en Asie des produits moins chers avec des possibilités techniques limitées et faciles d'utilisation sont préférés. Datacolor s'attend à ce que l'Asie offre le meilleur potentiel de croissance à l'avenir en tant que lieu de production mondial et qu'en Asie également la demande de produits de qualité supérieure augmente à moyen terme.

Le segment des biens de consommation a progressé ces dix dernières années en raison de la hausse de la demande en solutions d'étalonnage pour les écrans et les imprimantes. Le moteur central était la pénétration accrue du marché de la photographie numérique entraînant le besoin des photographes professionnels et amateurs avisés de s'assurer de la consistance des couleurs de la capture à l'impression. Puisque Datacolor a suivi cette tendance avec le développement de solutions d'étalonnage de la couleur, elle a pu profiter de taux de croissance élevés sur ce segment. Cette évolution positive s'est ralentie entre-temps; la croissance peut cependant encore être réalisée surtout sur le marché chinois. Afin de générer une croissance à l'avenir, Datacolor a étendu sa gamme de produits dans le secteur des objectifs/lentilles et de l'étalonnage d'appareils photo. Il s'agirait par la suite de trouver pour ces produits d'autres segments potentiels d'application à côté de la photographie numérique.

Les principaux moteurs de croissance dans le secteur de la gestion de la couleur sont la numérisation de plus en plus importante des processus de travail, la tendance à la personnalisation des produits, la tendance en hausse à l'externalisation de la production, de la conception et du développement des produits et la complexité grandissante des Supply Chains mondiales qui en découle.

En plus de l'offre de matériel et de logiciels pour la gestion de la couleur, le secteur des services prend de plus en plus d'importance. Datacolor a l'intention d'étendre ce secteur. Le secteur des services n'a d'importance que dans le segment de l'industrie.

À moyen et à long terme, Datacolor développe du matériel d'étalonnage de couleurs qui sera monté directement sur les produits finis (moniteurs, imprimantes, etc., solutions «embedded»). En cas de succès, ce développement élargirait le champ d'application de solutions de gestion de la couleur et créerait ainsi un nouveau potentiel de croissance.

## Parts de marché et situation de la concurrence

Comme mentionné ci-dessus, le marché des solutions de gestion de la couleur est aujourd'hui estimé par la direction à environ USD 600 Mio. p.a. En raison du manque de transparence et d'analyse sur le marché, cette estimation est emprunte d'une certaine incertitude.

Avec un chiffre d'affaires de CHF 59.5 Mio., Datacolor avait selon la direction, une part de marché d'environ 10% sur l'exercice 2010 par rapport au marché global. Les autres principaux fournisseurs sont X-Rite (33%), Konica Minolta (6%) et BYK-Gardner (Altana) (8%), où surtout les valeurs de Konica Minolta et BYK-Gardner s'appuient sur les estimations de la direction. En plus d'un certain nombre de petits fournisseurs, de nombreuses entreprises utilisent encore des solutions ou des applications internes sur ce marché très segmenté.



## Positionnement et environnement de la concurrence

L'objectif principal de Datacolor se situe dans le secteur industriel (79% du chiffre d'affaires), où l'industrie textile représente le segment le plus important. Les chiffres d'affaires avec les sociétés de l'industrie du textile et des colorants présentent un degré de saturation élevé et un taux de croissance correspondant très faible. Leader dans le secteur du textile, cela est pourtant difficile pour Datacolor de gagner d'autres parts de marché.

Datacolor cible donc surtout les secteurs dans lesquels la société n'a pas encore, en comparaison, de position sur le marché aussi forte. Dans ce contexte, l'industrie automobile a été par exemple identifiée comme un des marchés croissants et doit donc être traitée de façon plus intense. Pour la mise en valeur de nouvelles opportunités de vente et de développement, Datacolor a ainsi de plus en plus recours à des partenariats stratégiques.

D'un point de vue géographique, les marchés du Brésil, de la Turquie et de l'Asie (surtout la Chine et l'Inde) sont considérés comme les plus porteurs en termes de croissance. Datacolor se prépare en conséquence, au niveau de la commercialisation et de la production, afin de profiter de la croissance sur ces marchés.

Contrairement au secteur des biens de consommation, le secteur industriel se caractérise en général par un fort effet «lock-in» entre clients et fournisseurs d'applications de gestion de la couleur. Si un client choisit une solution de gestion de la couleur, il l'applique en général dans son ensemble. La solution ne doit pas uniquement être introduite chez le client, mais en général aussi tout au long de la Supply Chain, chez les fournisseurs et les partenaires externes. Les investissements de départ élevés qui en découlent conduisent ainsi à un lien fort entre clients et fournisseurs.

Les gros clients ne choisissent en général pas les fournisseurs qui ont les meilleurs produits individuels mais plutôt la meilleure offre globale, c'est-à-dire le meilleur ensemble composé de matériel, logiciel, service et potentiel de développement. C'est pourquoi Datacolor s'est engagée à fournir des solutions de service et de support professionnelles dans le monde entier et développe pour cette raison son offre de services sans cesse. Au cours de l'exercice 2010, la part des recettes de service et de support a atteint 24% du chiffre d'affaires global.

En tant que société fortement tributaire de la technologie, la recherche et le développement prennent également une grande importance chez Datacolor. Ainsi, les dépenses dans ce secteur seront en augmentation au cours des prochaines années, afin de promouvoir le développement et l'introduction de nouveaux produits ou de produits améliorés.

Il y a environ deux ans, Datacolor a aussi délocalisé en grande partie la production de Lawrenceville, New Jersey à Suzhou (Chine), afin de réduire les coûts de production de manière significative. Les capacités de production mises en place permettent à Datacolor de bénéficier d'économies d'échelles pour des volumes croissants.

En plus, Datacolor investit durant les années à venir aussi dans l'élargissement de l'organisation de vente sur les principales régions de croissance (par ex. la Chine). La notoriété des produits doit donc ainsi être renforcée et dans ces régions, un éventail industriel plus large doit être mis à disposition.



## 4. Évaluation

### 4.1. Périmètre d'évaluation

#### **Stand-alone / Synergies / Primes de contrôle**

L'article 40 al. 4 OBVM-FINMA lié à l'art. 25 LBVM stipule que dans le cadre d'une offre d'acquisition d'une société cotée à la bourse suisse, une évaluation des titres de participation de la société visée par l'offre doit être réalisée, si l'action est estimée comme n'étant pas liquide au sens de la circulaire COPA.

D'après Sarasin, l'évaluateur doit établir le prix, tel qu'il serait sur un marché liquide. Lors de l'évaluation, cela met donc ainsi en avant le prix de marché indépendamment des offres d'achats potentielles ou réelles. Le fond du problème se distingue donc de celui de la Fairness Opinion (d'attestation d'équité), qui vise à déterminer si, dans le cadre d'une offre d'achat, le prix proposé pour les actions de la société visée par l'offre correspond financièrement au point de vue des actionnaires et est donc ainsi «fair».

Contrairement à une Fairness Opinion, il est donc possible de renoncer à la quantification des primes de contrôle et de transaction. Par conséquent, l'évaluation de Datacolor s'effectue sur la base de la méthode DCF (cf. chapitre 4.4) et sur la base de la recherche de multiplicateurs de sociétés cotées en bourse comparables (cf. chapitre 4.5).

#### **Date de valorisation et événements ultérieurs**

Le bilan au 30 septembre 2010 sert de point de départ pour les plans financiers. La direction de Datacolor a confirmé à Sarasin que depuis lors aucun événement n'a eu lieu qui ne soit représenté dans les plans financiers et qui ne puisse avoir une influence matérielle sur l'évaluation. Les développements des affaires connues par Sarasin sont considérés dans cette évaluation.

### 4.2. Plans financiers utilisés

La valeur d'une entreprise se calcule sur la base des apports futurs auxquels on peut s'attendre sur l'utilisation de ses facteurs de succès au moment de l'évaluation, y compris sa substance matérielle, sa force d'innovation, ses produits et sa situation sur le marché, son organisation interne, ses collaborateurs, son management. En admettant que seuls des buts financiers sont 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. Une grande partie du chiffre d'affaires de Datacolor, au même titre que les dépenses, est représenté en USD et/ou en devises couplées au dollar américain (comme le renminbi chinois). Les plans financiers se font donc également en USD. La forte congruence des devises quant aux dépenses et recettes constitue alors une garantie naturelle contre ces risques de change. Les positions nettes subsidiaires, susceptibles de survenir entre le dollar américain et l'euro notamment, sont contrôlées par la société et, si nécessaire, sécurisées par des opérations de change.



L'évaluation Discounted Cash Flow s'est donc effectuée en USD. Le résultat de cette dernière a ensuite été converti en CHF. On a pour cela eu recours au cours de clôture du cours de change entre USD et CHF du 13.12.2010 (USD/CHF=0.97).

### Horizon de planification et valeur résiduelle

Pour calculer les futurs excédents financiers, Sarasin a pris comme point de départ pour ses analyses le développement historique ainsi que le plan à moyen terme 2011-2013 (y compris le budget 2011 mis à jour) et les perspectives à long terme de Datacolor. La période jusqu'en 2016 a été choisie comme horizon de planification; pour 2016 on a admis un excédent financier normalisé, établi avec des hypothèses utilisées pour le calcul de la valeur résiduelle. Dans le cadre de la normalisation en 2016, on a fait en sorte à ce que la croissance, les marges, les investissements et le taux d'imposition paraissent plausibles et consistants dans la lignée des valeurs historiques et selon la stratégie future de Datacolor. Les hypothèses à long terme concernant la croissance du chiffre d'affaires et la rentabilité reflètent entre autres le fort caractère cyclique de l'activité de Datacolor, cela signifie qu'il s'agit du développement attendu d'un cycle des affaires dans lequel la rentabilité est particulièrement soumise à de fortes fluctuations.

### Plausibilité et consistance des plans financiers

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

Là, où cela était nécessaire de l'avis de Sarasin, des adaptations ont été faites sur le plan à moyen terme de Datacolor. Le tableau suivant donne un aperçu des hypothèses retenues par Sarasin pour l'évaluation des principaux Value Driver:

| <b>CROISSANCE</b>  | <b>2011 – 2015</b>                  | <b>2016 et suiv.</b>    |
|--|-------------------------------------|-------------------------|
| <p><b>Croissance brute nominale du chiffre d'affaires (moyenne p.a.)</b></p> <p>Aujourd'hui, Datacolor génère environ 79% du chiffre d'affaires dans le secteur industriel. Il est supposé que l'augmentation du chiffre d'affaires de Datacolor sera d'abord supérieure à la moyenne, d'autant plus que plusieurs nouveaux produits sont en développement et que des investissements significatifs en R&amp;D sont prévus dans les prochaines années. En outre, il faut compter sur le remplacement partiel de solutions internes de gestion de la couleur par des produits de fournisseurs spécialisés tels que Datacolor. À long terme, la croissance annuelle sera ralentie à cause entre autres de l'augmentation prévue de la pression concurrentielle.</p> <p>L'augmentation du chiffre d'affaires à moyen terme de Datacolor sera portée par la nouvelle génération actuelle de produits et les produits à venir qui sont en cours de développement. Datacolor</p> | <p>Moyenne<br/><b>6.3% p.a.</b></p> | <p><b>2.0% p.a.</b></p> |



| <b>CROISSANCE</b>   | <b>2011 – 2015</b> | <b>2016 et suiv.</b> |
|---|--------------------|----------------------|
| <p>va continuer à bénéficier de la conquête espérée du marché asiatique avec des produits plus simples et moins chers. Le chiffre d'affaires sera estimé sur la base d'une analyse bottom-up au niveau des produits.</p> <p>Compte tenu de la croissance du marché, de la gamme de produits et du positionnement stratégique de Datacolor, nous considérons comme réaliste une croissance brute nominale en moyenne de 6.3% p.a. Par le passé, le chiffre d'affaires de Datacolor a baissé de 5% en moyenne p.a. entre les exercices 2004/2005 et 2009/2010. Les raisons de cette baisse sont les conséquences de la crise économique mondiale à partir de 2008 et une pression croissante des prix. À long terme nous prévoyons une croissance à hauteur du taux d'inflation (2%).</p> |                    |                      |

| <b>PROFITABILITÉ</b>  | <b>2011 – 2015</b>              | <b>2016 et suiv.</b> |
|---|---------------------------------|----------------------|
| <p><b>Marge brute</b></p> <p>Datacolor a atteint au cours de l'exercice passé une marge brute de 63.5%. À moyen terme, on s'attend seulement à une légère amélioration, en moyenne à 63.9%. Cette amélioration relativement faible de la marge brute s'explique d'une part par la production aujourd'hui déjà très rentable et d'autre part par l'augmentation attendue de la pression concurrentielle. Au cours des exercices de 2004/2005 à 2009/2010, la marge brute s'élevait à 62.4% en moyenne.</p> | <p>Moyenne<br/><b>63.9%</b></p> | <p><b>63.2%</b></p>  |
| <p><b>Recherche et développement en % du chiffre d'affaires</b></p> <p>Au cours des exercices 2009 et 2010, les dépenses de recherche et développement s'élevaient en pourcentage du chiffre d'affaires à 9.5% et 9.1%. Afin d'atteindre une croissance plus élevée que le marché global, il est prévu, malgré le chiffre d'affaires en augmentation durant la période de planification, une hausse en moyenne à près de 13% du chiffre d'affaires net.</p>   | <p>Moyenne<br/><b>12.9%</b></p> | <p><b>12.6%</b></p>  |



|  |                                |                     |
|--|--------------------------------|---------------------|
| <p><b>Marge EBIT</b></p> <p>Au cours des exercices de 2004/2005 à 2009/2010, la marge EBIT s'élevait à 6.6% avant frais de restructuration. À moyen terme, la future marge EBIT est estimée en moyenne à 9.1% et correspond à la marge EBIT de l'exercice 2009/2010. Pour le calcul de la valeur résiduelle, une marge EBIT moyenne à long terme de 10% a été présumée. La marge EBIT plus élevée pour 2016 et suiv. est à notre avis justifiée par les chiffres d'affaires en hausse, les dépenses plus élevées de recherche et de développement et l'extension du réseau de vente.</p> | <p>Moyenne<br/><b>9.1%</b></p> | <p><b>10.0%</b></p> |
|--|--------------------------------|---------------------|

| <b>INVESTISSEMENTS</b>   | <b>2011 - 2015</b>             | <b>2016 et suiv.</b> |
|--|--------------------------------|----------------------|
| <p><b>Investissements en % du chiffre d'affaires</b></p> <p>Datacolor investit principalement dans des immobilisations corporelles comme les bâtiments, les installations de production, les machines et autres équipements.</p> <p>Selon les indications de la direction, les investissements étaient supérieurs à la moyenne au cours des exercices passés en raison du centre de production en Chine et de l'acquisition du logiciel ERP et ne sont donc pas représentatifs pour l'avenir. Durant les deux prochaines années, des investissements également supérieurs à la moyenne en raison des investissements de remplacement du secteur informatique et de travaux de rénovation à Lawrenceville; cependant à moyen et long terme un montant annuel d'investissements plus effectif d'environ USD 1.0 Mio. sera considéré comme durable.</p> | <p>Moyenne<br/><b>2.5%</b></p> | <p><b>2.0%</b></p>   |

|  |
|--|
| <p><b>AUTRES VALUE DRIVER</b></p>  |
| <p><b>Valeur résiduelle: croissance admise après l'exercice 2015</b></p> <p>Le taux de croissance pour le calcul de la valeur résiduelle influence profondément le résultat de l'évaluation car le poids de la valeur résiduelle est important pour les estimations par la méthode Discounted Cash Flow. Pour l'évaluation de Datacolor, Sarasin a admis une croissance perpétuelle de 2.0% p.a., ce qui correspond à une attente moyenne modérée de l'inflation pour les débouchés principaux de Datacolor.</p> |
| <p><b>Taux d'imposition</b></p> <p>La direction de Datacolor considère un taux d'imposition moyen à long terme de 23.0% comme équitable puisqu'une partie significative des bénéfices est obtenue dans des pays à taux d'imposition modérés. À court et à moyen terme, le taux d'imposition sera plus faible en raison de reports de pertes.</p>   |



### 4.3. Méthodes d'analyse utilisées

Comme indiqué dans l'introduction, l'évaluation repose essentiellement sur la méthode Discounted Cash Flow et la méthode Comparable Company en raison de la problématique. Sarasin a surtout considéré la méthode Comparable Company comme plus significative par rapport à la problématique, car elle est plus appropriée pour refléter l'élaboration attendue du prix pour l'action de l'entreprise à évaluer sur un marché liquide, cette méthode d'évaluation reposant essentiellement sur des informations accessibles au public.

L'évaluation par la méthode Discounted Cash Flow basée sur la planification détaillée à moyen terme de l'entreprise à évaluer présente, dans le cas présent, l'inconvénient méthodique que l'évaluation Discounted Cash Flow est basée sur des informations et des estimations du management de la société à évaluer qui ne sont pas disponibles sous cette forme sur le marché pour l'élaboration du prix.

Nous sommes donc d'avis que la méthode Discounted Cash Flow doit, dans le cas présent, en présence d'une évaluation Comparable Company adéquate et fiable, servir principalement à confirmer la plausibilité du résultat de l'évaluation Comparable Company.

### 4.4. Méthode Discounted Cash Flow (DCF)

Dans la méthode DCF on calcule d'abord la valeur actuelle des excédents financiers du capital nécessaire à l'exploitation. 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) ainsi que les actifs éventuellement non nécessaires à l'exploitation donnent la valeur brute de l'entreprise. De celle-ci sont déduits les engagements portant intérêts, apurés des moyens liquides excédentaires, pour obtenir la valeur nette de l'entreprise, soit la valeur des fonds propres.

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

Vu que les plans financiers sont représentés en USD et qu'une part essentielle du chiffre d'affaires et des coûts est réalisée en USD et en monnaies adossées à l'USD, le taux d'escompte a été calculé sur la base des coûts de capital en USD. Les variables suivantes ont été retenues pour le calcul du taux d'escompte.

#### Taux d'intérêts sans risque

Pour le calcul du taux d'intérêt sans risque on est parti du taux d'intérêt en USD pour un investissement sur le marché des capitaux (quasi) sans risque. En fait on a retenu pour le taux d'intérêts sans risque le rendement atteignable à long terme d'emprunts d'émetteurs de droit public.

Selon Ibbotson (2010) le taux de rendement des bons du Trésor américain à long et moyen terme s'élève à 4.6%<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Ibbotson (2010), Ibbotson Cost of Capital: 2010 Yearbook.



## Prime de risque

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

Pour le calcul de la prime de risque on peut recourir au modèle de formation des prix sur le marché des capitaux. Le modèle le plus utilisé en théorie et en pratique est le Capital Asset Pricing Model (CAPM), qui 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 du marché. Le facteur bêta est une mesure pour le risque spécifique de l'entreprise en relation avec le risque de marché. Un facteur bêta supérieur à un signifie que la valeur des fonds propres de l'entreprise considérée, mesurée au cours des actions, réagit en moyenne plus que proportionnellement aux variations du marché; un facteur bêta inférieur à un signifie que sa valeur propre 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 (voir ci-dessus). 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. Selon Ibbotson (2010) la prime de risque de marché aux États-Unis s'élève à 6.7%.

Pour obtenir le facteur bêta pour Datacolor, on a retenu le facteur bêta des entreprises comparables (cf. appendice 6.1). Pour pouvoir comparer effectivement le facteur bêta des entreprises comparables, celles-ci ont été apurées de leur endettement spécifique. Le facteur bêta moyen (franc de dettes) de ces entreprises comparables se monte à 0.98.

Pour obtenir de ce facteur bêta des entreprises comparables apuré de l'endettement le facteur bêta pour Datacolor, il faut l'adapter à l'endettement spécifique de Datacolor. Pour le calcul du facteur bêta de Datacolor on a utilisé un endettement visé à long terme de 25% de dettes financières nettes pour 75% de fonds propres (aux valeurs de marché).

## Coût des capitaux étrangers

D'après les estimations conjointes de Sarasin<sup>7</sup> et de la direction de Datacolor la prime de risque à long terme sur le taux d'intérêts sans risque se monte à environ 250 points de base en tenant compte de la structure de capital visé. Cette hypothèse découle d'une considération stand-alone.

## Coût global du capital

Sur la base des explications qui précèdent, le coût global du capital de Datacolor se calcule comme suit:

---

<sup>7</sup> Sur la base des frais actuels de refinancement des petites entreprises américaines cotées en bourse (Source: IFR)



| Calcul de Wacc                     |                  |  |
|------------------------------------|------------------|--|
| (chiffres partiellement arrondis)  | <b>Datacolor</b> | <b>Source:</b>   |
| Taux d'intérêt sans risque         | 4.6%             | Rendement actuel bons du Trésor Américain; Ibbotson                |
| Prime de marché                    | 6.7%             | (rendement des actions - taux sans risque); Ibbotson               |
| Unlevered Beta                     | 0.98             | Analyse Peergroup; Bloomberg                                       |
| Relevered Beta                     | 1.23             | = Unlevered Beta * (1+(1-s) * Gearing)                             |
| <b>Coût des fonds propres</b>      | <b>12.85%</b>    | = taux sans risque + (prime de risque du marché * unlevered Beta)' |
| Taux d'intérêt sans risque         | 4.60%            |  |
| Prime de risque                    | 2.50%            |  |
| <b>Coût capitaux étrangers</b>     | <b>7.10%</b>     |  |
| Coût capitaux étrangers (après i.) | 5.47%            | coût des capitaux étrangers * (1-s)                                |
| Gearing (net debt / equity*)       | 0.3              | Structure admise visée à long terme                                |
| Part capitaux étrangers            | 25%              |  |
| Part des fonds propres             | 75%              |  |
| Taux d'imposition (s)              | 23.0%            | Taux d'imposition marginal   |
| <b>WACC (après impôts)</b>         | <b>11.01%</b>    | Coût global des capitaux après impôts                              |

\* Valeur du marché

## Particularités

Selon Datacolor, la société ne dispose pas de biens significatifs qui ne soient pas nécessaires à l'exploitation. En outre, depuis la clôture annuelle de septembre 2010, aucune sortie d'argent non stratégique (rachats d'actions, paiements de dividendes, etc.) n'a été constatée.

Les liquidités nécessaires à l'exploitation sont estimées à environ USD 6.5 Mio. et ne sont pas contenues dans le calcul des actifs financiers nets.

## Résultat de l'évaluation DCF

Compte tenu des hypothèses mentionnées ci-dessus, le scénario de base donne une valeur DCF de CHF 70.8 Mio ou de CHF 438.4 par action.

La fourchette de valeurs de l'évaluation DCF a été fixée par une analyse de sensibilité, sur la base de laquelle les Value Driver ont évolué dans une plage de valeurs. Comme Value Driver ont été fixés le WACC, la croissance perpétuelle, la marge EBIT normalisée 2016 et suiv. et le taux d'imposition marginal 2016 et suiv.

Les résultats de l'analyse de sensibilité sont présentés dans le tableau suivant:

| Value Driver                | Scénario de base | Δ Value Driver | Scénario de sensibilité | Valeur f. p. en CHF Mio. | Valeur f. p. par action en CHF |
|-----------------------------|------------------|----------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------------|
| WACC                        | 11.01%           | + 0.5 %        | 11.51%                  | 67.7                     | 419.3                          |
|                             |                  | - 0.5 %        | 10.51%                  | 74.2                     | 459.5                          |
| Croissance perpétuelle      | 2.00%            | + 0.5 %        | 2.50%                   | 73.1                     | 452.7                          |
|                             |                  | - 0.5 %        | 1.50%                   | 68.7                     | 425.5                          |
| Imposition *                | 23.00%           | + 1.00 %       | 24.00%                  | 70.2                     | 434.8                          |
|                             |                  | - 1.00 %       | 22.00%                  | 71.3                     | 441.6                          |
| Marge EBIT Marge brute 2016 | 10.00%           | + 0.5 %        | 10.50%                  | 72.9                     | 451.5                          |
|                             |                  | - 0.5 %        | 9.50%                   | 68.6                     | 424.9                          |

\* Aucun ajustement WACC



L'analyse de sensibilité de l'évaluation par la méthode DCF conduit à un fonds propre de Datacolor entre **CHF 67.7 Mio.** et **CHF 74.2 Mio.** ou une valeur moyenne de **CHF 71.0 Mio.**, ce qui représente par action une valeur de **fonds propre de CHF 439.4** qui est très proche de la valeur du scénario de base.

#### 4.5. Évaluation sur la base de sociétés cotées comparables (Compco)

##### 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. En comparaison avec la méthode DCF, elle donne un résultat d'évaluation qui se caractérise par des effets à court et moyen terme et par conséquent est moins dépendant des hypothèses à long terme.

##### Méthodologie de base

Au travers de la division de la valeur de l'entreprise (valeur boursière actuelle plus dettes nettes et intérêts minoritaires) de sociétés cotées comparables par les excédents financiers attendus par les analystes (par ex. Sales, EBITDA, EBIT, Net Income, Book Value) pour les années 2010 à 2012, on obtient des multiplicateurs et on forme une moyenne (cf. appendice 6.2). L'application de ces multiplicateurs moyens sur les chiffres clés financiers (Sales, EBITDA, EBIT, Net Income, Book Value) de Datacolor donne un résultat d'évaluation pour chaque multiplicateur moyen calculé.

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

- ◆ le multiplicateur moyen obtenu et
- ◆ la sélection et le calcul des chiffres clés financiers de Datacolor sur lesquels le multiplicateur est appliqué

Le multiplicateur moyen dépend principalement du choix des sociétés comparables retenues. Le multiplicateur n'est pertinent que 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 attendus pour les années 2010 à 2012, 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 ainsi qu'un stade spécifique dans le cadre d'un cycle des affaires ne sont atteints que si les sociétés comparables ont des potentiels de croissance et de marge semblables et se trouvent dans la même phase du cycle des affaires.

##### Choix des sociétés comparables à Datacolor

Le choix de sociétés comparables à Datacolor se présente comme une tâche très difficile. Pour le plus gros concurrent de Datacolor, la société X-Rite cotée en bourse et possédant un modèle d'affaires considérablement comparable, il n'y a pas, au jour d'évaluation, d'estimations d'analystes sur le développement attendu dans les années à venir. Les autres concurrents font partie de sociétés multinationales comme par ex. BYK-Gardner (filiale de Altana AG) et le segment de gestion de la couleur de Konica Minolta. D'autres fournisseurs de solu-



tions de gestion de la couleur ne sont pas cotés en bourse et n'ont donc pas les qualités requises pour une comparaison.

Dans ce contexte, la recherche de sociétés comparables a été étendue au-delà du groupe de fournisseurs de solutions de gestion de la couleur et les critères pour la recherche de sociétés comparables ont été formulés comme suit:

- ◆ Fabricants d'appareils de mesure de préférence dans le secteur de la gestion de la couleur
- ◆ Ensemble de «matériel» avec «logiciel»
- ◆ Prestation de service comme composante importante du revenu total
- ◆ Deux segments de clients actifs, «industrie» et «consommateur», où «l'industrie» domine
- ◆ Société spécialisée (pas de conglomérat)
- ◆ Présence globale sur le marché
- ◆ Rentable
- ◆ Taille comparable (capitalisation boursière idéalement inférieure à USD 500 Mio.)
- ◆ Cotation à une bourse ayant des multiplicateurs d'évaluation comparables

Idéalement chaque société sélectionnée réunirait tous les critères mentionnés ci-dessus. À notre avis, les sociétés qui ne remplissent que la majorité des critères ou seulement certains critères ont pourtant également les qualités requises pour la comparaison.

Comme entreprises comparables ont été choisies:

| Sociétés comparables à Datacolor |                        |
|----------------------------------|------------------------|
| ◆ Hexagon                        | ◆ Basler               |
| ◆ Advanced Vision                | ◆ Perceptron           |
| ◆ Logitech                       | ◆ National Instruments |
| ◆ Mettler Toledo                 | ◆ Cognex               |
| ◆ Analytik Jena                  |                        |

Sur la base des critères susmentionnés, nous considérons ces entreprises comme foncièrement qualifiées pour le calcul de multiplicateurs moyens. La période de l'analyse des multiplicateurs a été fixée à trois années. L'année 2012 a été incluse, puisque l'année 2011 selon le Business Plan de Datacolor est marquée par la hausse des dépenses de recherche et développement et l'extension de l'organisation des ventes. On a renoncé au calcul de multiplicateurs pour les 12 derniers mois (LTM), car plusieurs sociétés comparables se trouvent encore en partie en situation de «Turn-around» et que les multiplicateurs LTM qui en résultent sont soumis à de fortes fluctuations.

Pour l'évaluation de Datacolor nous considérons les multiplicateurs EBIT et EBITDA comme les mieux appropriés. Les ratios Sales et Book Value sont moins significatifs en raison de certaines différences dans les sociétés comparables. En raison de situations de «Turn-around» dans certaines sociétés comparables, certaines distorsions se produisent pour les



multiplicateurs P/E. Pour l'élaboration moyenne, la valeur la plus faible et la plus élevée ont été éliminées dans chaque cas afin d'éviter une distorsion du résultat par des valeurs aberrantes uniques.

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

La valeur de fonds propre déterminé en tenant compte de la capacité de financement nette après déduction de liquidité nécessaire à l'exploitation s'élève à **CHF 70.6 Mio.** en cas de multiplicateurs EBIT et EBITDA équilibrés. Ce qui conduit à une **valeur de fonds propre de CHF 437.5** par action. Ici la dissolution des options sur actions de la direction ainsi que celle des «actions propres» détenues par la société sont prises en compte.

| Mio. CHF                                 | Moyenne (EBITDA; EBIT) |       |       |               | Valeur de f.p. par action (en CHF) |
|--|------------------------|-------|-------|---------------|------------------------------------|
|  | 2010E                  | 2011E | 2012E | 2010E - 2012E |                                    |
| <b>Sociétés comparables sans min/max</b> | 91.1                   | 55.0  | 65.8  | <b>70.6</b>   | <b>437.5</b>                       |

En raison de la difficulté à trouver des sociétés comparables comme expliqué précédemment et compte tenu du fait que X-Rite, société cotée en bourse et la plus comparable, n'a pu être intégrée à la comparaison en l'absence d'estimations d'analystes, à notre avis l'analyse Comparable Company ne remplit pas pleinement les exigences d'une analyse Comparable Company probant. À cela s'ajoute la hausse des dépenses prévues en 2011 et 2012 en recherche et développement et pour l'extension du réseau de vente qui charge l'EBITDA et l'EBIT, tandis que les fruits de ces dépenses auront seulement des effets positifs sur l'EBITDA et l'EBIT dans les années qui suivront.

#### 4.6. Résumé du rapport d'évaluation

Contrairement aux réflexions de principe effectuées au chapitre 4.3., nous sommes arrivés à la conclusion dans le cas de l'évaluation de Datacolor, que nous ne pouvons pas nous en remettre principalement au résultat de l'analyse Comparable Company, car elle n'est pas suffisamment judicieuse en tant que méthode d'évaluation primaire.

Dans ce contexte, nous considérons qu'il est pertinent de s'appuyer sur l'analyse Comparable Company ainsi que sur l'analyse Discounted Cash Flow et d'utiliser la moyenne des deux résultats pour la détermination de résultat de l'évaluation (cela signifie que les deux méthodes seront pondérées à égalité).

| Valeur                               | Compco | DCF   | Moyenne                 |
|--------------------------------------|--------|-------|-------------------------|
| <b>Fonds propre (CHF Mio.)</b>       | 70.6   | 71.0  | <b>70.8<sup>8</sup></b> |
| <b>Fonds propre par action (CHF)</b> | 437.5  | 439.4 | <b>438.4</b>            |

<sup>8</sup> La coïncidence au niveau des valeurs du résultat final avec le résultat de l'analyse DCF n'est pas systématique mais purement aléatoire.



## 5. Résultat de l'évaluation & conclusion

En se basant sur la valorisation et les réflexions de cette évaluation, la valeur déterminée pour les actions en circulation de Datacolor s'élève à **CHF 70.8 Mio.** ou **CHF 438.4** par action. Cette déclaration s'appuie à égale mesure sur le résultat de l'évaluation Comparable Company et de l'évaluation Discounted Cash Flow.

Zurich, le 14 décembre 2010

**Bank Sarasin & Cie SA**

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess



## 6. Annexe

### 6.1. Appendice 1: Bêtas de sociétés cotées comparables

|                      | Adjusted Beta <sup>(1)</sup> | Capital Structure <sup>(2)</sup> | Marginal Company Tax Rate | Unlevering Factor <sup>(3)</sup> | Unlevered Beta <sup>(4)</sup> |
|----------------------|------------------------------|----------------------------------|---------------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| Hexagon              | 1.45                         | 22.5%                            | 22.0%                     | 1.18                             | 1.24                          |
| Advanced Vision      | 0.63                         | -23.3%                           | 34.0%                     | 0.85                             | NC <sup>(5)</sup>             |
| Logitech             | 1.20                         | -16.6%                           | 22.0%                     | 0.87                             | 1.37                          |
| Mettler Toledo       | 0.85                         | 0.1%                             | 23.0%                     | 1.00                             | 0.85                          |
| Analytik Jena        | 0.55                         | 42.0%                            | 29.0%                     | 1.30                             | 0.42                          |
| Basler               | 0.38                         | 12.1%                            | 27.0%                     | 1.09                             | 0.35                          |
| Perceptron           | 0.86                         | -50.9%                           | 34.0%                     | 0.66                             | 1.30                          |
| National Instruments | 0.91                         | -14.6%                           | 24.0%                     | 0.89                             | 1.03                          |
| Cognex               | 1.13                         | -16.1%                           | 24.0%                     | 0.88                             | 1.28                          |
| <b>Average</b>       |                              |                                  |                           |                                  | <b>0.98</b>                   |

<sup>1)</sup> Source: Bloomberg

<sup>2)</sup> Capital Structure: Net Debt / Market Cap

<sup>3)</sup> Unlevering Factor =  $1 / (1 + (1 - \text{Tax Rate}) * (\text{Net Debt} / \text{Market Cap}))$

<sup>4)</sup> Unlevered Beta = Adjusted Beta \* Unlevering Factor

<sup>5)</sup> Not Considered as stock is rather illiquid

6.2. Appendice 2: Multiplicateurs de sociétés cotées comparables

| Company  | Exchange  | Currency | Market Cap<br>(in mio of LC) | Price / Book Ratio | Sales Multiples |             |             | EBITDA Multiples |              |             | EBIT Multiples |              |              | P/E Multiples |              |              |
|--|-----------|----------|------------------------------|--------------------|-----------------|-------------|-------------|------------------|--------------|-------------|----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
|  |           |          |                              |                    | 2010E           | 2011E       | 2012E       | 2010E            | 2011E        | 2012E       | 2010E          | 2011E        | 2012E        | 2010E         | 2011E        | 2012E        |
| Hexagon  | Stockholm | SEK      | 35'742.45                    | 2.7x               | 3.3x            | 2.4x        | 2.3x        | 14.1x            | 9.8x         | 8.8x        | 19.7x          | 11.4x        | 10.4x        | 21.6x         | 12.5x        | 11.1x        |
| Advanced Vision                                    | Frankfurt | USD      | 19.71                        | 1.1x               | 0.4x            | 0.3x        | 0.3x        | 6.0x             | 4.3x         | 3.2x        | 9.5x           | 6.2x         | 4.5x         | 13.5x         | 8.5x         | 7.2x         |
| Logitech   | NYSE      | CHF      | 3'898.90                     | 3.6x               | 1.5x            | 1.4x        | 1.2x        | 14.3x            | 12.7x        | 10.1x       | 21.8x          | 18.0x        | 13.0x        | 27.4x         | 24.3x        | 18.0x        |
| Mettler Toledo                                     | Frankfurt | USD      | 5'635.25                     | 7.5x               | 2.9x            | 2.8x        | 2.6x        | 14.9x            | 13.9x        | 12.9x       | 17.0x          | 15.7x        | 14.6x        | 24.8x         | 22.7x        | 21.0x        |
| Analytik Jena                                      | Frankfurt | EUR      | 43.87                        | 1.1x               | 0.8x            | 0.7x        | 0.6x        | 8.7x             | 5.8x         | 4.9x        | 15.6x          | 8.7x         | 6.9x         | 16.9x         | 11.5x        | 8.6x         |
| Basler   | Nasdaq    | EUR      | 38.50                        | 1.0x               | 0.9x            | 0.8x        | 0.7x        | 3.8x             | 3.7x         | 3.1x        | 9.0x           | 7.8x         | 5.9x         | 10.9x         | 10.3x        | 7.6x         |
| Perceptron   | Nasdaq    | USD      | 45.45                        | 0.8x               | 0.4x            | 0.4x        | 0.4x        | NM               | 43.0x        | 8.9x        | NA             | NA           | 18.6x        | NM            | NM           | 50.9x        |
| National Instruments                               | Nasdaq    | USD      | 2'959.94                     | 4.2x               | 2.9x            | 2.6x        | 2.3x        | 14.6x            | 12.6x        | 10.5x       | 18.9x          | 15.7x        | 13.5x        | 27.3x         | 23.2x        | 19.3x        |
| Cognex   | Nasdaq    | USD      | 1'303.32                     | 3.0x               | 3.8x            | 3.5x        | 3.2x        | 14.4x            | 13.5x        | 9.3x        | 14.4x          | 13.5x        | 11.3x        | 22.5x         | 20.9x        | 17.6x        |
| <b>AVERAGE (All Comparables w/o Min &amp; Max)</b> |           |          |                              | <b>2.4x</b>        | <b>1.8x</b>     | <b>1.6x</b> | <b>1.5x</b> | <b>12.0x</b>     | <b>10.4x</b> | <b>8.0x</b> | <b>15.8x</b>   | <b>12.1x</b> | <b>10.8x</b> | <b>21.1x</b>  | <b>16.9x</b> | <b>14.7x</b> |

LC: local currency  
Source: Bloomberg, Sarasin

NM  
NA

Not Meaningful  
Not Available

Pour la société Datacolor elle-même, les estimations d'analystes en termes de chiffre d'affaires s'élèveraient selon Bloomberg à CHF 63.5 Mio. pour l'année 2011 et à CHF 67.5 Mio. pour l'année 2012. L'EBITDA, quant à lui, prévoit CHF 7.7 Mio. (2011E) et CHF 8.7 Mio. (2012E). L'EBIT est affiché avec CHF 6.2 Mio. (2011E) et CHF 7.1 Mio. (2012E).<sup>9</sup> Pour l'évaluation Comparable Company, Sarasin n'a pas utilisé ces estimations d'analystes, mais les chiffres prévisionnels du budget 2011 et/ou de la planification à moyen terme pour l'année 2012, à savoir les mêmes chiffres qui ont également servis pour l'évaluation Discounted Cash Flow.

<sup>9</sup> Les estimations d'analystes pour Datacolor se basent sur une source uniquement.

### 6.3. Appendice 3: Liste des abréviations / Glossaire

|                           |  |
|---------------------------|--|
| Bêta                      | Facteur de risque relatif des fonds propres d'une entreprise   |
| CAPM                      | Capital Asset Pricing Model  |
| Analyse Compco            | Méthode d'évaluation qui propose une comparaison avec les sociétés cotées comparables  |
| DCF                       | Discounted Cash Flow   |
| ERP System                | Enterprise Resource Planning System; Logiciel de gestion de production   |
| FCF                       | Free Cash Flow (avant intérêts sur capitaux étrangers); a été utilisé comme excédent financier dans l'évaluation DCF             |
| EBIT                      | Résultat d'exploitation avant charges d'intérêts et impôts   |
| EBITDA                    | Résultat d'exploitation avant charges d'intérêts, impôts et amortissements   |
| Free Float                | Flottant   |
| LTM                       | Last twelve months (Résultat basé sur les données financières publiées les 12 derniers mois)                                     |
| Valeur résiduelle         | Valeur de l'entreprise à la fin de la période de planification   |
| 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           |
| Value Driver              | Paramètre d'évaluation 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)         |