

Attestation d'équité: Uster Technologies AG

20 février 2012

Personnel / confidentiel

Louis Siegrist Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 21 31
M +41 58 289 21 31
F +41 58 286 30 25
E louis.siegrist@ch.ey.com

Stéphanie Chaumier Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 59 49
M +41 58 289 59 49
F +41 58 286 30 25
E stephanie.chaumier@ch.ey.com

Hannes Schobinger, CFA Senior Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 42 91
M +41 58 289 42 91
F +41 58 286 30 25
E hannes.schobinger@ch.ey.com

Annick Winandy Senior

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 55 41
M +41 58 289 55 41
F +41 58 286 30 25
E annick.winandy@ch.ey.com

Abbreviations

AG	Société anonyme (Aktiengesellschaft, en allemand)
BFR	Besoin en fonds de roulement
Capex	Dépenses en capital (capital expenditures, en anglais)
CA	Chiffre d'affaires
CE	Capitaux empruntés (correspond à la dette financière)
CMPC	Coût moyen pondéré du capital (WACC, en anglais)
CFIB	Bureau chinois d'inspection textile (China Fiber Inspection Bureau, en anglais)
CHF	Franc suisse
CHF XXXk	XXX milliers de francs suisses
CMPV	Coût moyen pondéré par volume
CN	Chine
Corp.	Corporation
CRP	Prime de risque de pays (country risk premium, en anglais)
c_s	Spread de crédit (credit spread, en anglais)
D	Proportion de capitaux étrangers (debt ratio, en anglais)
Date d'évaluation	17 février 2012
DCF	Cash-flow actualisé (discounted cashflow, en anglais)
DE	Allemagne
DecXXA	Chiffres actuels à décembre 20xx
DVATI	Droit à la valeur d'actions temporairement incessibles
E	Proportion de fonds propres (equity ratio, en anglais)
EBIT	Bénéfice avant intérêts et impôts (earnings before interest and taxes, en anglais)
EBITA	Bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements (earnings before interest, taxes and amortization, en anglais)
EBITDA	Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissements (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, en anglais)
ERP	Prime de risque sur actions (equity risk premium, en anglais)
EUR	Euro

Abbreviations

EV	Valeur d'entreprise (enterprise value, en anglais)
EY	Ernst & Young S.A.
FCF	Cash flow disponible (free cash flow, en anglais)
FP	Fonds propres
FX	Taux de change (foreign exchange rates, en anglais)
FYXXA	Chiffres actuels pour l'année FYXX
FYXXB	Chiffres budgétés pour l'année FYXX
FYXXF	Chiffres prévisionnels pour l'année FYXX
GBP	Livre sterling
HR	Ressources humaines (human resources, en anglais)
HX	Semestre X
i.e.	id est
IN	Inde
JP	Japon
JPY	Yen japonais
k_d	Coût des capitaux empruntés (cost of debt, en anglais)
k_e	Coût des fonds propres (cost of equity, en anglais)
Ltd.	Limited
LTM	12 derniers mois (last twelve months, en anglais)
m	Million(s)
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM, en anglais)
M&A	Fusions et acquisitions (mergers and acquisitions, en anglais)
MRP	Prime de risque de marché (market risk premium, en anglais)
MX	Mexique
n.a.	Non disponible
OPA	Offre publique d'achat

Abbreviations

OEM	Original Equipment Manufacturer
PDG	Président Directeur Général (CEO, en anglais)
P&L	Compte de résultat (profit and loss, en anglais)
P/E	Ratio cours / bénéfices (price/earnings ratio, en anglais)
plc	Société publique à responsabilité limitée (public limited company, en anglais)
QX	Trimestre X
R&D	Recherche et développement
r_f	Taux sans risque (risk free rate, en anglais)
r_s	Taux d'intérêt Swap
S.A.	Société Anonyme
SEK	Couronne suédoise
SIX	Swiss Exchange, bourse de Zurich
s_p	Premium de taille (size premium, en anglais)
t	Taux d'imposition sur les sociétés
TH	Thaïlande
TCAM	Taux de croissance annuel moyen
Toyota	Toyota Industries Corporation
USD	Dollar américain
USDA	Département de l'agriculture américain (United States Department of Agriculture, en anglais)
Uster Technologies	Uster Technologies AG
USTN	Identifiant Reuters, Uster Technologies AG
β_l	Beta ajusté endetté (adjusted levered beta, en anglais)
β_u	Beta ajusté désendetté (adjusted unlevered beta, en anglais)

Contenue

Introduction	1
	1. Contexte 2
	2. Notre mandat 4
Description de l'entreprise	5
	3. Entreprise 6
	4. Résultats financiers 9
	5. Branche 10
Procédure d'évaluation	12
	6. Approche d'évaluation 13
Estimations de valeur	15
	7. Analyse du cours de l'action et de liquidité 16
	8. Approche actuarielle: évaluation DCF 18
	9. Approche de marché: méthode des multiples 25
Evaluation globale / attestation d'équité	28
	10. Evaluation globale / attestation d'équité 29
Annexes	30
	11. Annexe A - Sources d'information 31
	12. Annexe B - Echantillon d'entreprises comparables 32
	13. Annexe C - Analyse de sensibilité (DCF) 33
	14. Annexe D - Approche de marché 34

Introduction

1. Contexte
2. Notre mandat

Contexte

Logo de l'entreprise

Source: Site Web



Offre publique d'achat de Toyota pour les actions Uster restantes

Uster Technologies

- ▶ Uster Technologies ("Uster") est un fabricant international d'équipements hautes technologies, spécialiste dans la certification et le contrôle de la qualité dans l'industrie textile. Le siège de l'entreprise se situe à Uster, en Suisse.
- ▶ Les actions Uster sont cotées à la bourse de Zurich (SIX) depuis Octobre 2007 (identifiant Reuters: USTN). Au 17 février 2012, 8.46 millions d'actions, ayant une valeur nominale de CHF 9.4 par action, étaient en circulation.

Historique de la transaction envisagée

- ▶ Le 8 novembre 2011, Toyota Industries Corporation ("Toyota") annonça son intention de lancer une offre publique d'achat (OPA) pour toutes les actions Uster en circulation, au prix de CHF 38.0 par action¹. L'offre fut déclinée par le conseil d'administration d'Uster le 8 novembre 2011².
- ▶ Le 9 février 2012, Toyota annonça avoir reçu les approbations requises des autorités de concurrence. Le rachat du paquet d'actions de 21.88% Uster détenu par le Groupe Alpha a été finalisé le 15 février 2012³. Depuis lors, Toyota détient 50.34% de toutes les actions Uster et est de ce fait l'actionnaire majoritaire
- ▶ Le 20 février 2012, Toyota et Uster ont conclu un accord comprenant les clauses suivantes⁴:
 - Toyota accepte un réhaussement de CHF 6.0 du prix de l'offre (le prix offert passant de CHF 38.0 à CHF 44.0) et les administrateurs d'Uster recommandent aux actionnaires d'accepter l'offre.
 - Toyota, en tant qu'actionnaire majoritaire, s'engage à voter en faveur d'un dividende de CHF 2.5 par action, qui sera proposé par le conseil d'administration au rendez-vous annuel des actionnaires le 12 avril 2012.
 - Le dividende de CHF 2.5 proposé n'aura pas d'effet dilutif et ne réduira pas le prix de l'offre.
 - Uster s'engage à respecter la Best Price Rule.

¹ http://www.toyota-industries.com/news/2011/uster_technologies/pdf/111108pre_announcement-e.pdf

² http://www.toyota-industries.com/news/2011/uster_technologies/pdf/111108pre_announcement-e.pdf

³ http://www.toyota-industries.com/news/2011/uster_technologies/pdf/120209release-e.pdf

⁴ http://www.toyota-industries.com/news/2011/uster_technologies/pdf/120221release-e.pdf

Notre mandat

Préparation d'une attestation d'équité sur le prix de l'offre

- ▶ Dans le contexte décrit à la page précédente, le comité indépendant d'Uster a mandaté Ernst & Young S.A. Suisse ("Ernst & Young" ou "nous") pour établir une attestation d'équité et pour déterminer la valeur d'entreprise d'Uster et le prix par action correspondant, au 17 février 2012.
- ▶ Les membres du conseil d'administration d'Uster, listés ci-dessous, font partie du comité indépendant:
 - Max-Ulrich Zellweger, Président
 - Dr .Barry James Mulady
 - Dr. Geoffrey Scott
- ▶ L'attestation d'équité sera basée sur le prix offert de CHF 44.0, majoré d'un dividende de CHF 2.5 par action Uster, soit un prix total de CHF 46.5 par action Uster. Etant donné que le paiement du dividende revient directement au porteur de l'action, il est considéré comme faisant partie intégrante du prix de l'action dans le cadre de l'attestation d'équité.
- ▶ La lettre de mission entre Ernst & Young et Uster date du 28 Octobre 2011.
- ▶ Cette attestation d'équité a été achevée le 20 février 2012 et prend en compte les événements et les faits jusqu'à cette date, y compris les résultats actuels pour l'année 2011.

Description de l'entreprise

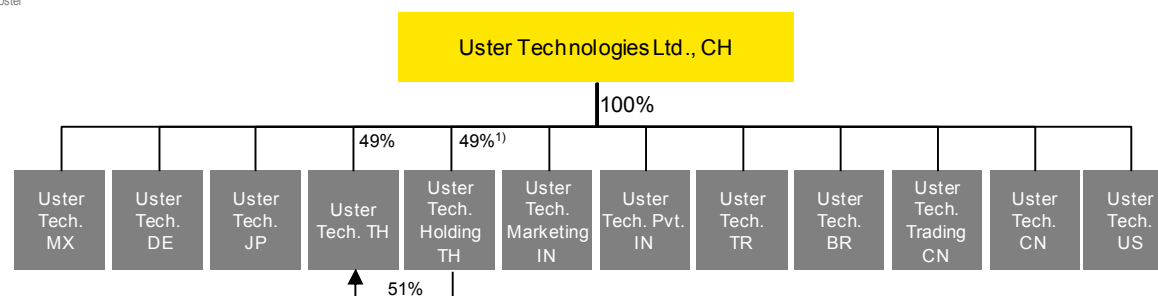
- 3. Entreprise
- 4. Résultats financiers
- 5. Branche

Uster

- Uster a été créé en 1875, et, à décembre 2011, comptait 498 employés. Le groupe est composé de plusieurs entités à travers le monde, comme présenté dans le graphique ci-dessous:

Structure du groupe - Uster

Source: Uster



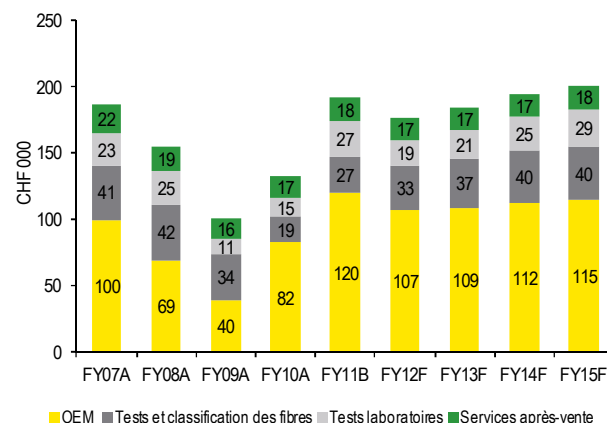
⁽¹⁾ Comme exigé par la loi thaïlandaise, 49% du capital social est détenu directement, et 51% est détenu par des actionnaires locaux

- Notre évaluation a été établie sur une base consolidée.
- Depuis août 2011, Toyota a augmenté son actionariat dans Uster à 50.53% et est désormais l'actionnaire majoritaire.

Entreprise

Evolution des ventes par produit – FY07A-FY15F

Source: 5 year planning 2011 – 2015, Bod Meeting September 15th 2011



- Uster fabrique des instruments et des services relatifs à la certification et le contrôle de la qualité des fils/textiles, couvrant l'ensemble de la chaîne de valeur.

Chaîne de valeur dans l'industrie textile

Source: Site web d'Uster

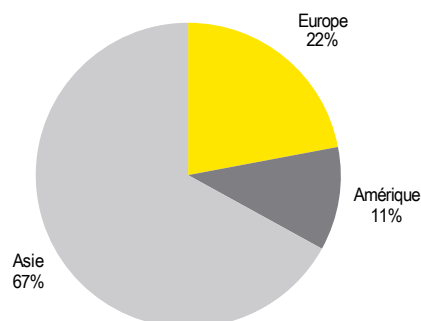


- Les principaux clients d'Uster sont des OEM, représentant environ 62% du CA en FY10. Le reste des ventes provient de tests et classification des fibres (14.5%), tests laboratoires (11.0%) et services après-ventes (12.5%).
- Les produits de l'entreprise comprennent:
 - INTELLIGIN et HVI sont des systèmes pour séparer la graine du coton de sa fibre, et effectuer une classification. La classification USTER HVI 1000 est reconnue comme la norme dans l'industrie et Uster est le fournisseur unique du département de l'Agriculture américain (« USDA ») et du bureau chinois d'inspection textile (« CFIB »);
 - TESTER et CLASSIMAT pour les tests laboratoires des fils;
 - QUANTUM pour l'assainissement des fils et LAB-ONLINE pour le contrôle de qualité des processus;
 - STATISTICS, une base de données complète pour la mesure de qualité, dont les valeurs servent de référence dans l'industrie;
 - CLASSIMAT, TENSORAPID, TENSOJET, et ZWEIGLE pour le contrôle de qualité des tissus;
 - USTERIZED et INTELLIGENT SOURCING pour l'optimisation des approvisionnements;
 - Systèmes intégrés de données et d'expertise, services après vente.

Entreprise

Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique

Source: Capital IQ



Exemples de projets « White Area »

Renouvellement de l'identité graphique (nouvelles brochures)
Refonte du site Internet
Formations pour le Management
Renouvellement de l'intranet (amélioration de la communication interne)
Mise en place de SAP dans les filiales
Mise en place d'un logiciel pour le budget
Harmonisation des procédures de recrutement

Modèle d'affaires

- Uster a mis en place un modèle d'affaires flexible, lui permettant de maintenir une forte rentabilité. Le cœur de métier, tel que les connaissances clés, les systèmes et processus, est gardé en interne, tandis que la fabrication des composants et autres activités auxiliaires sont externalisées. Cela permet à Uster de gérer les changements cycliques de la demande, sans détériorer ses marges.
- Disposant de trois centres de recherches, localisés en Suisse, aux Etats-Unis et en Chine, de sept entreprises locales de ventes et services, et de 50 agents, Uster sert plus de 4'000 clients dans 75 pays.
- Comme présenté dans le graphique ci-contre, Uster a réalisé deux tiers de son CA 2010 en Asie. Uster facturait ses clients principalement en francs suisses, l'entreprise est donc peu affectée par les mouvements des taux de change.
- Les projets « White Area », dont des exemples sont présentés dans le tableau ci-contre, sont des projets dans des domaines tels que la R&D, le marketing ou l'informatique, qui ont pour but d'améliorer l'efficacité du groupe et de soutenir la croissance future, et qui peuvent être entrepris à une date ultérieure, non figée.

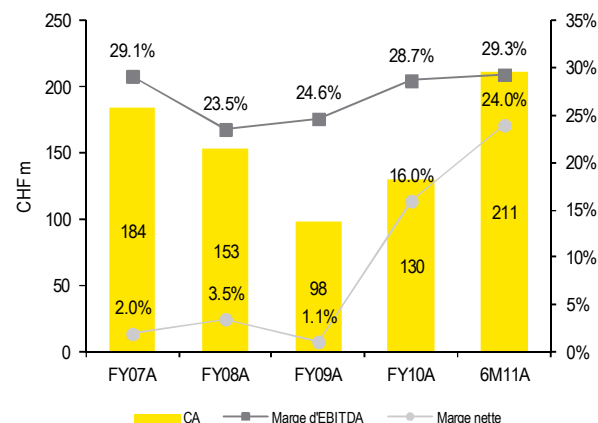
Conclusion

L'évaluation d'Uster a été établie sur une base consolidée.

Résultats financiers

Evolution du CA et des marges

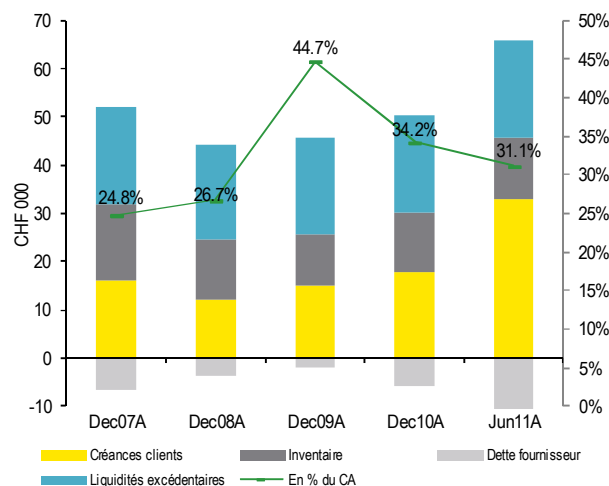
Source: Capital IQ, Analyse E&Y



Note : les marges (EBITDA et nette) sont calculées sur le CA net (par opposition au CA brut dans le rapport annuel)

Evolution du besoin en fonds de roulement d'exploitation

Source: Capital IQ, Analyse E&Y



Performance passée⁵

Chiffre d'affaires

- Au cours du premier semestre 2011, Uster a réalisé un CA de CHF 105.6m, soit une croissance de 72.2% comparé au premier semestre 2010, principalement due à la demande croissante des négociants de textiles asiatiques, et leur modernisation continue, ainsi qu'une forte demande pour le Uster QUANTUM3, lancé au troisième trimestre 2010.
- Le CA d'Uster n'a pas été impacté par l'appréciation du CHF et les effets de change ont été insignifiants, étant donné qu'Uster facture ses clients principalement en francs suisses. Par ailleurs, Uster a bénéficié de coûts réduits pour l'achat de matériaux et de composants en EUR.
- Le modèle d'affaires flexible a permis à Uster d'accroître rapidement ses capacités afin de satisfaire la demande croissante.

Marges

- Entre 2007 et le premier semestre 2011, la marge d'EBITDA d'Uster a oscillé entre 23.5% et 29.3%.

Flux de trésorerie

- Les flux de trésorerie d'exploitation, s'élevant à CHF 22.5m pour le premier semestre 2011, ont servi à réduire la dette financière nette à CHF 67.5m, comparé à CHF 76.5m en Décembre 2010.

Besoin en fonds de roulement d'exploitation

- Le besoin en fonds de roulement d'exploitation historique a varié entre 24.8% et 44.7% du CA net. Le pic de 2009 est dû à la baisse des ventes, conduisant à des niveaux de stocks proportionnellement plus élevés.
- D'après le Management, le niveau de trésorerie nécessaire au financement des activités d'exploitation s'élève à CHF 20m durant la période prévisionnelle.

Conclusion

Grâce à son modèle d'affaires flexible, Uster peut s'adapter rapidement aux changements dans la demande. Ainsi en 2009, alors que les ventes ont reculé, la marge d'EBITDA augmenta.

⁵ L'analyse des performances historiques est basée sur les derniers résultats publiés d'Uster pour le premier semestre 2011, étant donné que les résultats annuels 2011 n'étaient pas encore publiés à la date de publication de ce rapport. Cependant, dans le cadre de l'évaluation, nous avons eu accès aux résultats actuels 2011 (année entière) et nous les avons pris en compte dans notre analyse.

Branche

Positionnement concurrentiel

- ▶ Uster possède un leadership mondialement reconnu pour la fabrication d'instruments de certification et de contrôle de qualité pour l'industrie textile.
- ▶ La base de données Uster STATISTICS, mise en place par Uster, est devenue un standard incontesté, offrant à Uster un atout concurrentiel de taille.
- ▶ En tant que fournisseur unique du département de l'Agriculture américain (USDA) et du bureau chinois d'inspection textile (CFIB), Uster jouit d'un positionnement très fort dans le domaine de classification du coton.
- ▶ Grâce à son positionnement concurrentiel unique, Uster a un nombre limité de concurrents et bénéficie d'un fort pouvoir d'établissement des prix.
- ▶ La R&D étant le principal moteur de croissance dans le marché de «Test et Mesure», Uster a continuellement investi environ 10% de son CA dans des activités de R&D. Cela a permis à l'entreprise de disposer aujourd'hui de nombreux brevets et marques.

Cycles économiques

- ▶ Environ 45% du CA d'Uster est impacté par les cycles de l'économie textile, ce qui correspond aux ventes aux OEM.
- ▶ D'après les rapports d'analystes publiés par Crédit Suisse, Vontobel, MainFirst et Berenberg, le cycle économique pour les machines à fabriquer des fils et des tissus atteindra un pic en 2011, résultant en une baisse des ventes en 2012. Cependant, cette baisse des ventes devrait être partiellement compensée par la tendance actuelle de remplacement des bobinoirs semi-automatiques, qui est prévue de durer encore au moins une année.
- ▶ Les marchés asiatiques ont fortement contribué au développement du marché des machines à fabriquer des fils et des tissus en 2011. Actuellement, de nombreuses entreprises asiatiques remplacent leurs bobinoirs semi-automatiques par des bobinoirs entièrement automatisés. Cependant, en 2012, un ralentissement des ventes provenant des marchés asiatiques est anticipé, avec une stabilisation du CA et des taux de croissance à des niveaux viables à long-terme.

Branche

Analyse comparative

- Le tableau ci-dessous présente les principaux ratios financiers et marges d'Uster et de son groupe d'entreprises comparables, basés sur les chiffres de la dernière année fiscale (LFY). L'annexe B de ce rapport fournit plus de détails sur le groupe d'entreprises comparables.

Analyse comparative – entreprises comparables – dernière année fiscale

En pourcentage	Marge d'EBITDA (%)*	Marge d'EBITA (%)*	Marge d'EBIT (%)*	Marge brute (%)*	Marge nette (%)*	Capex (en % du CA)	Ratio Dette/Fonds Propres (%)	BFR (en % CA)**
Picanol NV	14.0	12.0	11.8	20.7	8.9	0.9	12.7	13.9
Rieter Holding AG	8.8	4.0	3.8	52.7	1.1	3.9	57.8	15.8
OC Oerlikon Corporation AG	7.6	3.3	2.2	22.6	0.1	3.2	74.1	17.7
Schweiter Technologies AG	10.1	7.3	6.9	49.8	5.5	2.4	1.3	20.4
Intertek Group plc	20.1	16.4	15.4	20.3	9.4	4.4	80.4	15.2
SGS SA	22.2	18.2	17.7	46.6	12.4	4.8	26.4	17.3
Mettler-Toledo International, Inc.	18.9	17.4	17.1	52.7	11.8	3.8	89.0	22.8
Cognex Corporation	29.4	27.8	26.1	73.3	21.1	2.0	-	19.8
Oxford Instruments plc	12.2	10.7	8.9	41.7	12.3	2.2	12.8	22.6
Spectris plc	17.5	15.9	14.3	58.4	10.7	2.1	29.6	22.7
Toyota Tsusho Corp.	2.3	1.8	1.5	5.8	0.8	0.4	125.0	9.4
MTS Systems Corp.	12.8	10.2	9.7	41.0	5.0	3.0	25.1	32.8
Bureau Veritas SA	18.8	16.7	15.6	33.3	9.9	2.6	153.4	20.2
Uster Technologies AG	28.7	26.8	15.2	59.3	16.0	2.6	43.9	18.8
Minimum	2.3	1.8	1.5	5.8	0.1	0.4	-	9.4
Médiane	14.0	12.0	11.8	41.7	9.4	2.6	29.6	19.8
Maximum	29.4	27.8	26.1	73.3	21.1	4.8	153.4	32.8

Source: Capital IQ

Notes: * Les marges sont basées sur le CA net

** Le BFR d'exploitation est calculé, en excluant les liquidités excédentaires

- Uster a généré une marge brute, marge d'EBITDA et marge nette supérieures à celle de ses principaux concurrents, à l'exception de Cognex. Ces marges fortes sont le résultat d'une position concurrentielle forte, qui assure à Uster un pouvoir pour la fixation des prix.
- Les dépenses en capital et le besoin en fonds de roulement, exprimés en pourcentage du CA, sont en ligne avec les moyennes du secteur d'activité.
- Bien que Uster ait réduit sa dette à long-terme durant 2011, son ratio d'endettement est supérieur à la valeur médiane des ratios des entreprises comparables. Néanmoins, les flux de trésorerie d'exploitation permettent le remboursement des charges d'intérêts de la dette financière.

Procédure d'évaluation

6. Approche d'évaluation

Approche d'évaluation

Nombre d'actions Uster

	Nbre d'actions
Capital social ordinaire	8'460'000
DVATI émis (nombre maximum: 320'000)	295'500
Nombre total d'actions	8'755'500

Source: Rapport annuel 2010

Approches d'évaluation

Approche actuarielle (méthode DCF)	Approche principale
Approche de marché (multiples de sociétés comparables et transactions)	Contrôle de plausibilité

Source: Analyse EY

Principes

- ▶ L'objectif de l'évaluation est de déterminer la valeur d'une action Uster, au 17 février 2012.
- ▶ A la date d'évaluation, le capital social d'Uster est composé de 8'460'000 actions en circulation. De plus, en Mai 2010, le groupe a mis en place un plan de droit à la valeur d'actions temporairement incessibles (DVATI), autorisant certains employés à acquérir des actions Uster à un prix de CHF 9.4 par action. Ces options seront acquises en 2013, ou, inter alia, dans l'éventualité d'un changement de contrôle, où un changement de contrôle signifie l'acquisition par une personne, ou un groupe de personne agissant ensemble, d'actions, qui, avec les actions détenues par cette personne ou ce groupe, représentent plus de 5% du capital social total ou des droits de vote de l'ensemble des actions. Dans ce sens, une OPA réussie de Toyota représentera un changement de contrôle.
- ▶ A la date d'évaluation, 295'500 DVATI ont été émis. Ceux-ci doivent être inclus dans le nombre total d'actions à considérer avec prise en compte de la dilution, étant donné que ces DVATI sont dans la monnaie.

Méthode

- ▶ Le paragraphe ci-dessous présente uniquement le cadre théorique de notre évaluation d'une action Uster. L'application de notre approche à Uster est présentée dans les sections suivantes.
- ▶ Afin d'estimer la valeur des actions Uster, nous avons retenu l'approche actuarielle comme approche principale. En effet, l'approche actuarielle permet de prendre en compte les paramètres intrinsèques à l'entreprise, puisqu'elle nécessite la modélisation détaillée de ses agrégats financiers. En particulier, la méthode des flux de trésorerie actualisés, ou Discounted Cash-Flow (DCF), a été utilisée comme méthode principale pour les activités d'exploitation. Le Management a confirmé qu'Uster ne détenait aucun actif hors exploitation à la date d'évaluation, à l'exception de la trésorerie excédentaire.
- Les hypothèses retenues par le Management ont été challengées au travers d'analyses comparatives et d'une revue critique de la plausibilité du plan d'affaires sous-jacent.

Approche d'évaluation

- Afin de valider les valeurs obtenues par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, nous avons utilisé une approche complémentaire fondée sur les multiples (multiples de sociétés cotées opérant dans des domaines d'activité comparables, et multiples de transactions comparables). Cependant, les méthodes des multiples sont relativement délicates à mettre en œuvre et sont uniquement utilisées pour contrôler la plausibilité.

Conclusion

Sur la base des résultats des différentes méthodes d'évaluation, nous avons établi une fourchette pour la valeur de marché équitable d'une action Uster.

Afin que nous puissions la considérer comme financièrement équitable, l'offre publique d'achat de Toyota doit s'inscrire dans cette fourchette ou être supérieure.

Estimations de valeur

7. Analyse du cours de l'action et de liquidité
8. Approche actuarielle: évaluation DCF
9. Approche de marché: méthode des multiples

Analyse du cours de l'action et de liquidité

Evolution du prix de l'action Uster depuis octobre 2007

Source: Capital IQ, analyse EY



Analyse du cours de l'action

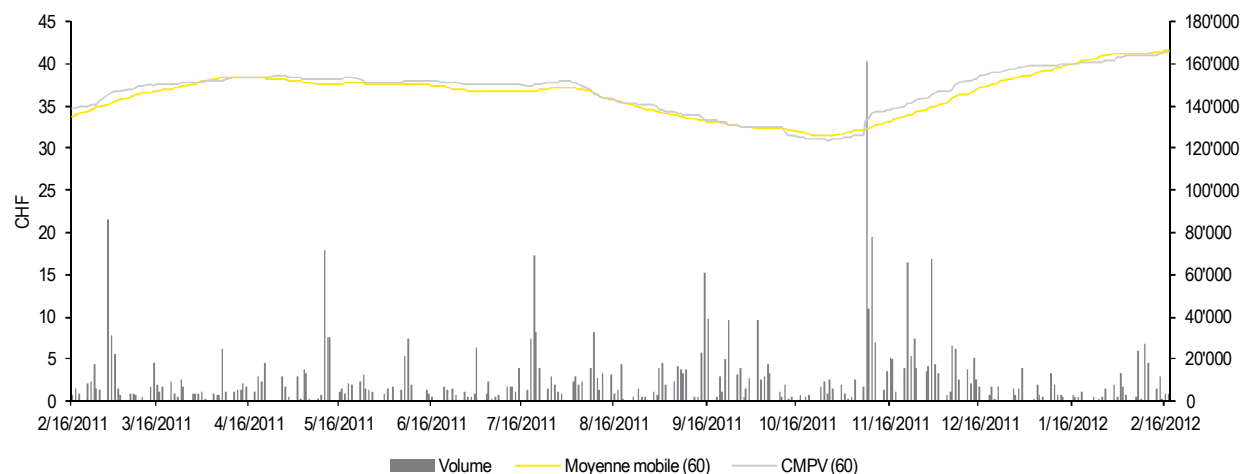
- Le graphique ci-contre indique l'évolution historique du prix de l'action depuis le 1^{er} octobre 2007. Le cours de clôture de l'action Uster le 17 février 2012 s'élevait à CHF 43.55 par action.
- Le cours le plus élevé atteint durant cette période s'élevait à CHF 56.0 par action (24 octobre 2007), quant au cours le plus bas, il s'est établi à CHF 5.8 le 5 mars 2009.

VWAP

- Afin de corroborer la valeur d'une action Uster, nous avons calculé le cours boursier moyen pondéré selon volume des 60 derniers jours ouvrés (CMPV).
- Dans le contexte de l'évaluation, le CMPV 60-jours a été calculé au 17 février 2012; il s'établissait à CHF 41.4 à cette date. En comparaison, le prix moyen journalier pondéré selon valeur était de CHF 41.6 au 17 février 2012.

Développement du CMPV 60-jours d'Uster et des volumes de négoce des douze derniers mois

Source: Bloomberg



Analyse du cours de l'action et de liquidité

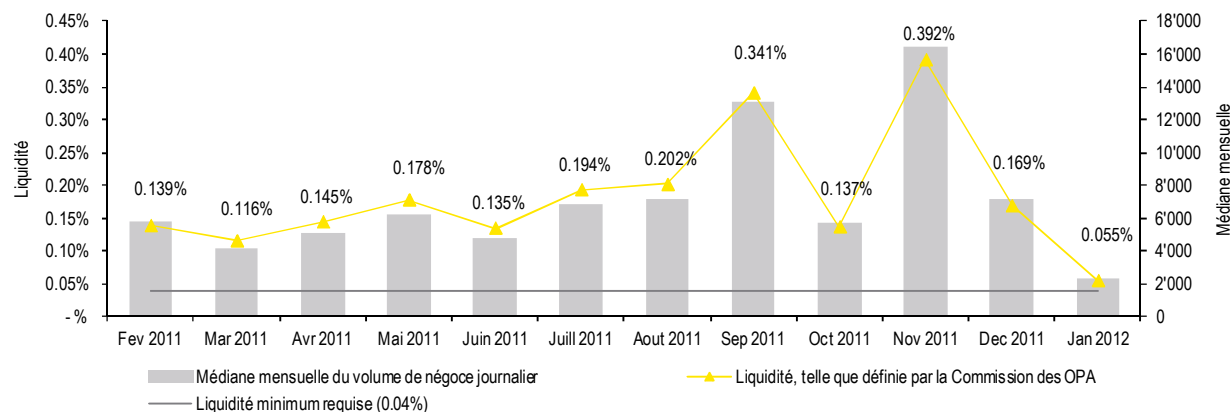
- Dans le contexte de la Best Price Rule, le CMPV 60-jours devrait-être calculé le jour de l'annonce préliminaire d'OPA, c'est-à-dire le 8 Novembre 2011. A cette date, le CMPV 60-jours s'établissait à CHF 33.1.

Analyse de liquidité

- Le graphique ci-dessous indique le volume de négoce des actions Uster sur la période s'étendant de février 2011 jusqu'à janvier 2012. Tout au long de la période d'observation, le volume de négoce des actions Uster est au dessus du seuil de liquidité (fixé à 0.04% par la Commission des OPA suisse (Swiss Takeover Board), dans sa circulaire « Liquidité au sens du droit des OPA »). Par conséquent, les actions Uster sont considérées comme étant liquides.
- Les données relatives à notre analyse du CMPV sont issues de Bloomberg, que nous considérons être une source fiable. Les données relatives à l'analyse de liquidité sont issues du SIX Swiss Stock Exchange, comme exigé par la Commission des OPA.

Volume de négoce: février 2011 à janvier 2012

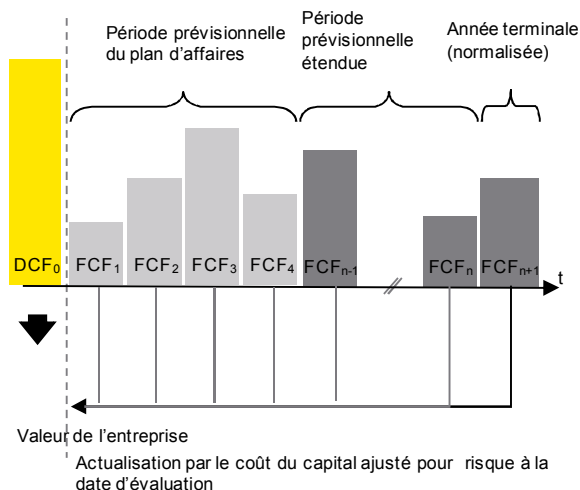
Source: SIX Swiss Stock Exchange, analyse E&Y



Approche actuarielle: Méthode DCF

Principe de la méthode des flux de trésorerie actualisés

Source: EY



Méthode d'évaluation des flux de trésorerie actualisés: DCF

- Comme mentionné précédemment, la méthode des flux de trésorerie actualisés a été jugée comme étant la plus pertinente pour l'évaluation d'Uster et a été retenue comme méthode principale.
- L'approche par les flux de trésorerie actualisés nécessite de déterminer successivement:
 - Les montants prévisionnels des flux de trésorerie disponibles (ou Free Cash Flows, « FCF »), sur la période de projection explicite et issus du plan d'affaires de la société;
 - Le coût du capital, taux utilisé pour actualiser les flux de trésorerie disponibles et la valeur terminale, et permettant de prendre en compte les notions de risque et de temps dans la valeur de la société; et
 - La valeur terminale, qui correspond à la valeur de la société à l'issue de la période de projection explicite.
- La valeur obtenue correspond à la valeur de marché théorique des actifs d'exploitation de l'entreprise (dite Valeur d'Entreprise). Pour calculer la valeur de marché des fonds propres, il convient alors de déduire de cette valeur d'entreprise l'endettement financier net de la société ainsi que la valeur des actifs hors exploitation, à la date d'évaluation.
- Cette approche peut être schématisée par le graphique ci-contre.

Principaux paramètres d'évaluation

Principales hypothèses du plan d'affaires

Elément	Moyenne de la période de projection explicite	Année terminale
TCAM	1.0%	1.2%
Marge d'EBITDA	32.1%	30.0%
Ratio: BFR d'exploitation/ CA	28.9%	28.4%
Dépenses d'investissement / CA	1.6%	1.6%

Source: Management, analyse EY

Paramètres d'évaluation

► Notre modèle DCF a reposé sur les hypothèses suivantes:

- Date d'évaluation: 17 février 2012
- Monnaie: Franc suisse ("CHF")
- Taux d'imposition des sociétés: taux effectif de 17%
- Pertes reportées: Au 17 février 2012, pas de pertes reportées
- Trésorerie excédentaire: Selon le Management, les liquidités nécessaires à l'exploitation s'élèvent à CHF 20m, et ce montant doit être inclus dans le besoin en fonds de roulement d'exploitation. La trésorerie résiduelle est considérée comme excédentaire.
- Actifs non nécessaires à l'exploitation: Selon le Management, Uster ne dispose pas d'actifs non nécessaires à l'exploitation, à l'exception des liquidités excédentaires.
- Le Management table sur un taux de croissance annuel moyen (« TCAM ») du CA de 1.0% sur la période de projection explicite.

Plan d'affaires

- Notre évaluation au 17 février 2012 repose sur le plan d'affaires préparé par Uster. Ce plan d'affaires a été validé par le Management et le conseil d'administration d'Uster.
- La période de projection explicite est de 4 années, c'est-à-dire les années 2012 à 2015. Etant donné que les flux de trésorerie d'Uster sont impactés par la nature cyclique de l'industrie textile, des flux de trésorerie normatifs ont été déterminés pour 2016, en considérant la moyenne de la période 2011-2015. Cette valeur moyenne est utilisée comme base pour la détermination des flux de trésorerie à long-terme.
- Pour tenir compte de la continuité d'exploitation (i.e. croissance à l'infini) en année terminale, le taux de croissance durable du CA a été fixé égal à la moyenne pondérée des taux d'intérêt sans risques utilisés dans le calcul du CMPC, en fonction des monnaies de facturation.
- Les hypothèses principales de la période de projection explicite et de la valeur terminale sont présentées dans le tableau ci-contre.

Principaux paramètres d'évaluation

Chiffre d'affaires

- L'industrie textile devrait atteindre un maximum en 2011, résultant en une baisse des ventes anticipée pour 2012. Cependant, cette baisse des ventes devrait être partiellement compensée par les revenus provenant des ventes de systèmes de laboratoire Off-line, des activités de retrofit et de services, et des ventes de pièces détachées, ainsi que par la tendance actuelle de remplacement des bobinoirs semi-automatiques, qui est prévue de durer encore au moins une année. Dès 2013, il est anticipé que le CA augmente à nouveau.

EBITDA

- Grâce au modèle d'affaires flexible d'Uster, lui permettant de s'adapter rapidement aux changements de tendances dans la demande, le Management table sur des marges d'EBITDA relativement stables dans le futur.

Dépenses en capital (Capex)

- D'après les informations du Management, les dépenses en capital ont été fixées comme étant égales à 1.6% du chiffre d'affaires au cours de la période de projection.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

- Le BFR a été calculé par Ernst & Young, à partir des prévisions de bilan établies par le Management d'Uster. Des liquidités égales à CHF 20m ont été incluses dans le besoin en fonds de roulement d'exploitation sur la période de projection. En moyenne, le BFR exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires est égal à 16.1% sur la période de projection (le BFR d'exploitation représente 28.9% du CA sur cette période).
- A partir de 2016, il est prévu que le BFR augmente de façon proportionnelle au CA.

Dettes financières nettes

- Uster prévoit une baisse de la dette financière au cours de la période de projection, grâce à un remboursement de l'emprunt à hauteur de CHF 10m par an. Dans le cadre de l'évaluation, nous avons considéré la dette rémunérée totale, réduite des liquidités excédentaires.

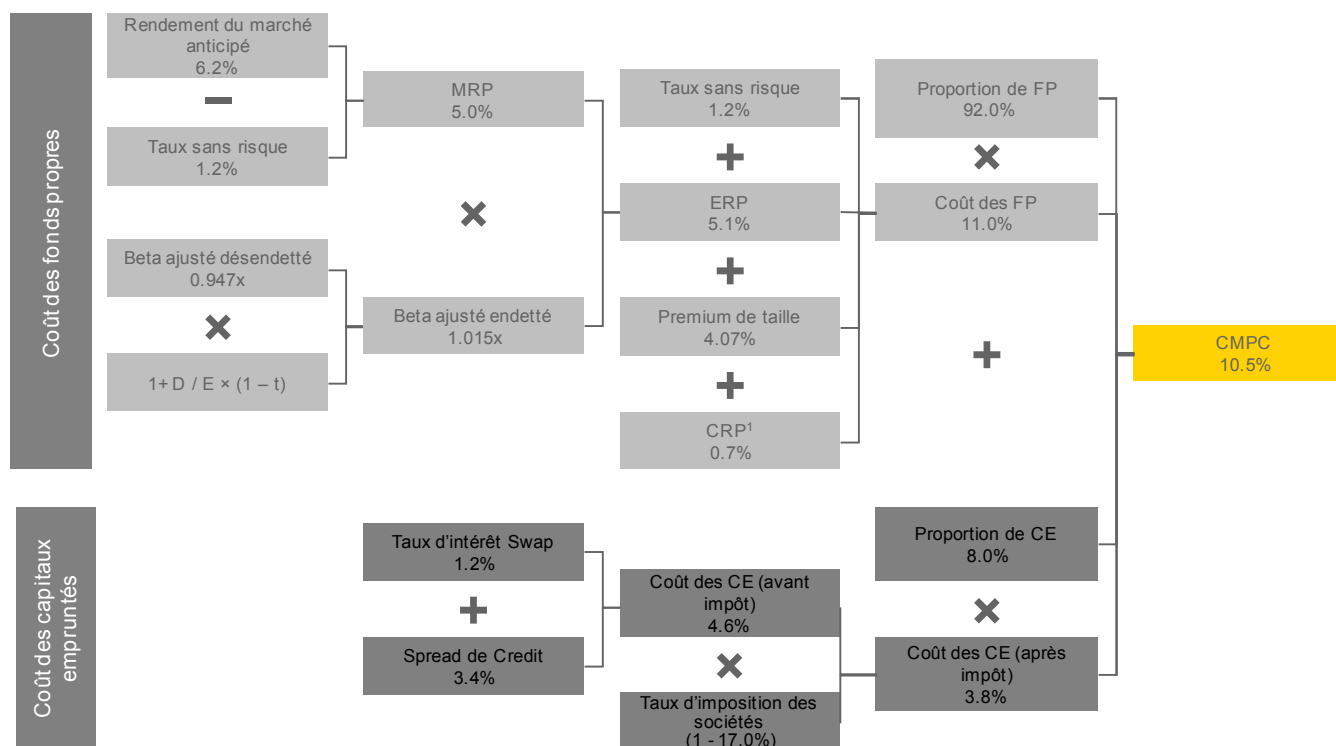
Taux d'actualisation

Coût du capital

- Le CMPC décrit l'exigence de rendement pondérée des bailleurs de fonds propres et de capitaux empruntés. Les coûts des fonds propres sont déterminés en fonction du MEDAF. Les coûts des capitaux empruntés ont été corrigés du taux d'imposition de 17% d'Uster, comme le calcul des impôts dans le DCF est basé sur l'EBIT. Le CMPC pour Uster est calculé selon la formule illustrée ci-dessous.

Calcul du CMPC pour Uster

Source: EY



Note:

1 Une prime de risque pays est incluse seulement si une activité à l'international représente un risque supplémentaire par rapport au marché domestique.

2 Abréviations: D: Capitaux empruntés / E: Fonds Propres / t: Taux d'imposition des sociétés

Taux d'actualisation

► Les composantes du CMPC sont décrites ci-après.

Coût des fonds propres, au 17 février 2012

Composante	Valeur	Explication	Sources
Taux sans risque (r_f)	1.2%	Le taux sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour les placements sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux sans risque contient une prévision concernant la rémunération réelle et l'inflation. Le taux sans risque a été calculé comme moyenne pondérée des taux sans risque des principales monnaies de facturation: i.e. CHF (70%) et USD (30%). $r_f = 70\% \cdot r_{CHF} + 30\% \cdot r_{USD}$	Rendements d'un emprunt d'Etat à 10 ans des pays (Suisse, Etats-Unis) en monnaie locale, au 17 février 2012. (Capital IQ)
Bêta désendetté ajusté (β_U)	0.947	Le bêta reflète le risque systématique d'une action déterminé selon le MEDAF. Les bêtas ont été observés sur le marché des capitaux et sont désendettés conformément à la structure de leur capital. Le processus de désendettement corrige les bêtas et neutralise les effets induits par la structure différente des capitaux empruntés.	Le bêta désendetté ajusté repose sur la moyenne du groupe de comparables (Capital IQ) Voir Annexe B pour les détails.
Bêta endetté ajusté (β_L)	1.015	Pour calculer le risque systématique pour Uster, le bêta désendetté ajusté est réendetté conformément à la structure de capital cible. Formule: $\beta_L = \beta_U \times (1 + D / E) \times (1 - t)$	D'après Modigliani et Miller
Prime de risque de marché (MRP)	5.0%	La prime de risque de marché correspond à la différence entre le rendement du marché des actions sous-jacent et le rendement sans risque d'un emprunt d'Etat correspondant au cours d'une période probante. Formule: $MRP = E(R_m) - r_f$ (recherches sur le marché)	Prime de risque de marché (recherches Ernst & Young)
Prime de taille (s_p)	4.07%	Plusieurs études empiriques ont montré qu'en comparaison avec les grandes entreprises, les petites entreprises (en termes de capitalisation) affichaient à long terme un excédent de rendement qui ne s'explique pas via le MEDAF, en d'autres termes le risque systématique. En règle générale, de plus hauts rendements ne sont possibles à long terme que moyennant de plus grands risques. En échange de ces risques plus élevés, les bailleurs de fonds exigent une indemnisation plus importante. Afin de compenser l'exigence de rendement accrue d'une société telle qu'Uster, nous procédons à une majoration correspondante des coûts des fonds propres.	Prime de taille pour les entreprises à petite capitalisation boursière (low-cap) selon Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, Yearbook 2011, publié par Morningstar Low
Prime de risqué pays (CRP)	0.7%	La prime de risque pays représente le risque supplémentaire que représente une activité à l'international par rapport au marché domestique. Afin de prendre en compte ce risque, les risques pays des états dans lesquels Uster réalise ses ventes sont pondérés par le montant des ventes 2011.	Damodaran site web / information du Management
Coût des fonds propres (k_e)	11.0%	Formule: $k_e = r_f + \beta_L \times MRP + s_p + CRP$	

Taux d'actualisation

Coût des capitaux empruntés, au 17 février 2012

Composante	Valeur	Explication	Sources
Taux d'intérêt Swap (r_s)	1.2%	Taux d'intérêt Swap fixe contre variable suisse à 10 ans, en CHF	Capital IQ
Spread de crédit (c_s)	3.4%	Ecart de credit entre un rendement local de reference (BBB) et le taux d'intérêt Swap local	Capital IQ
Coûts des capitaux empruntés (k_d)	4.6%	Formule: $k_d = r_s + c_s$	

Structure du capital et taux d'imposition, au 17 février 2012

Composante	Valeur	Explication	Sources
Proportion de fonds propres (E)	92.0%	Valeur médiane des entreprises comparables (Capital IQ)	Valeur médiane des entreprises comparables (Capital IQ)
Proportion de CE (D)	8.0%	Valeur médiane des entreprises comparables (Capital IQ)	Valeur médiane des entreprises comparables (Capital IQ)
Taux d'imposition d'Uster (t)	17.0%	Taux d'imposition d'Uster (information du Management)	
CMPC	10.5%	Formule: $CMPC = k_e \times E + k_d \times D \times (1 - t)$	

Résultats de l'évaluation DCF

Evaluation d'Uster (méthode DCF)

Monnaie: CHF 000

Valeur actuelle du cash-flow disponible (période explicite)	185'611
Valeur actuelle de la valeur résiduelle	325'417
Valeur d'entreprise opérationnelle	511'029
Actifs non nécessaires à l'exploitation	-
Echéance des DVATI	2'401
Dette financière nette	(60'491)
Passif d'impôt différé	(26'893)
Valeur des fonds propres (100%)	426'047
Nombre d'actions	8'755'500
Valeur par action (en CHF) (base majoritaire)	48.7

Source: Uster, analyse E&Y

Résultats de l'évaluation – méthode DCF

- Le tableau ci-contre présente les résultats de l'analyse DCF.
- Sur la base des informations reçues, des entretiens menés avec le management et de nos propres réflexions, nous avons déterminé, au moyen de la méthode DCF, une valeur des fonds propres de CHF426m pour Uster, au 17 février 2012.
- Afin d'obtenir la valeur des fonds propres, la valeur d'entreprise a été ajustée des éléments suivants:
 - Liquidités provenant de l'exercice des stocks options en 2013 (échéance des DVATI).
 - Dette financière nette, comprenant la dette financière rémunérée, réduite des liquidités excédentaires et des actifs financiers.
 - Passif d'impôt différé relatif à l'amortissement des actifs incorporels. La valeur d'entreprise a été ajustée de la juste valeur des charges d'impôts supplémentaires sur la durée de vie de ces actifs, étant donné que les charges d'impôts du plan d'affaires ont été calculées sur l'EBIT.
- En considérant les 8'460'000 actions en circulation et les 295'500 DVATI émis, nous avons déterminé une valeur de CHF 48.7 par action.
- Afin de déterminer l'impact d'une modification des paramètres d'évaluation utilisés dans nos travaux, nous avons analysé la sensibilité de la valeur d'une action à une variation du taux d'actualisation, du taux de croissance long-terme et de la marge d'EBITDA. Les résultats sont présentés en Annexe C du rapport.
- Sur la base des analyses de sensibilité et notre propre réflexion, nous concluons que la valeur d'une action, obtenue par la méthode DCF, se situe dans une fourchette comprise entre CHF 46.0 et CHF 51.0

Conclusion

Au 17 février 2012, la valeur d'une action Uster, obtenue par la méthode DCF, a été estimée à CHF 48.7.

Sur la base des analyses de sensibilité et notre propre réflexion, nous concluons que la valeur d'une action, obtenue par la méthode DCF, se situe dans une fourchette comprise entre CHF 46.0 et CHF 51.0.

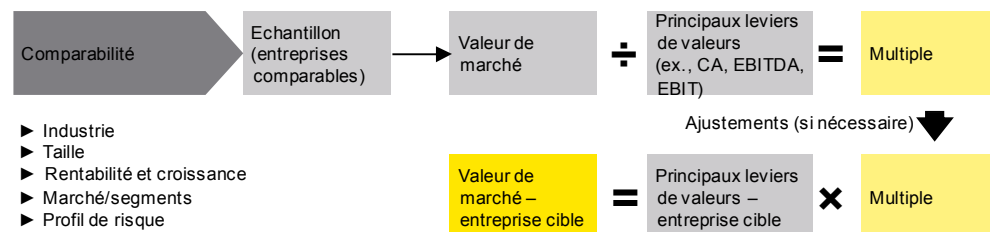
Approche de marché: Evaluation par les multiples

Approche de marché: méthode des multiples (comparables boursiers et transactions)

- ▶ Les résultats obtenus par la méthode DCF ont été corroborés par la mise en œuvre d'une approche analogique connue sous le nom de méthode des multiples, ou méthode des comparables.
- ▶ La méthode des multiples consiste à estimer la valeur d'une entité par application de multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées opérant dans des domaines d'activité comparables, ou à partir de références transactionnelles impliquant des sociétés opérant dans un domaine d'activité similaire.
- ▶ Afin de mettre en œuvre la méthode des comparables boursiers, nous avons identifié, dans la mesure du possible, des sociétés cotées ayant une activité ou intervenant sur des marchés proches de ceux d'Uster. Cette méthode est présentée dans le graphique ci-dessous:

Méthodes des comparables boursiers

Source: E&Y



- ▶ L'approche des transactions comparables consiste à appliquer aux données financières de la société à évaluer, les multiples observés lors de transactions récentes. Notre analyse repose sur cinq transactions lors desquelles des entreprises ayant des activités relativement similaires à celles d'Uster ont été acquises (le détail de ces transactions est présenté en Annexe D).
- ▶ Afin de corroborer la méthode DCF, Ernst & Young sélectionne généralement le multiple d'EBITDA, pour les raisons suivantes:
 - Le chiffre d'affaires d'une entreprise ne donne pas d'indication sur sa structure de coûts;
 - L'EBIT peut être influencé par des politiques de dépréciation et niveaux d'actifs divers.
- ▶ Cependant, pour les transactions comparables, nous avons été contraints de retenir le multiple d'EBIT car aucune information relative à l'EBITDA n'était disponible.

Evaluation par les multiples

Analyse des multiples de comparables boursiers

Monnaie: CHF 000	FY11	FY12
EBITDA	59'690	54'653
Multiple d'EBITDA	10.1x	9.7x
Valeur d'entreprise opérationnelle	601'216	527'672
Actifs non nécessaires à l'exploitation	-	-
Echéance des DVATI	2'401	2'401
Dette financière nette	(60'491)	(60'491)
Passif d'impôt différé	(26'893)	(26'893)
Valeur des fonds propres (100%)	516'234	442'690
Nombre d'actions	8'755'500	8'755'500
Valeur par action (en CHF)	59.0	50.6

Source: Capital IQ, calculs E&Y

Evaluation basée sur les multiples de comparables boursiers

- Afin de vérifier les résultats obtenus par la méthode DCF, nous avons mis en œuvre la méthode des multiples.

Echantillon d'entreprises comparables (peer group)

- Des entreprises cotées jugées relativement comparables à Uster ont été incluses dans notre échantillon. Afin de déterminer le niveau de comparabilité, les caractéristiques suivantes ont été prises en compte: secteur d'activité, taille, rentabilité et croissance, segments du marché, profil de risque.
- De la même façon, les entreprises que le Management a mentionnées comme étant concurrentes, ou comme servant de référence pour mesurer la performance, ont également été considérées.
- Etant donné qu'aucun concurrent direct coté n'a pu être identifié pour Uster, l'échantillon de comparables est constitué de deux sous-groupes, en fonction de l'activité:
 - Fabricants de machines et d'équipements pour l'industrie textile;
 - Entreprises actives dans le secteur «Test et Mesure».
- Nous avons identifié quatre entreprises cotées actives dans la fabrication de machines et d'équipements pour l'industrie textile, et neuf entreprises cotées actives dans le secteur Test et Mesure. Les données utilisées pour l'application de la méthode des comparables boursiers sont issues de Capital IQ.
- Les sociétés de l'échantillon, ainsi que les données supportant notre analyse, sont présentées en Annexe B et D.

Analyse des multiples de comparables boursiers

- Les multiples médians d'EBITDA pour les années 2011 et 2012 ont été appliqués à l'EBITDA 2011 et 2012 d'Uster, respectivement.
- Le tableau ci-contre présente une synthèse de l'évaluation d'Uster par la méthode des comparables boursiers.

Evaluation par les multiples

Analyse des multiples de transaction

Monnaie: CHF 000	FY11
EBIT	41'360
Multiple d'EBIT	12.0x
Valeur d'entreprise opérationnelle	496'320
Actifs non nécessaires à l'exploitation	-
Echéance des DVATI	2'401
Dette financière nette	(60'491)
Passif d'impôt différé	(26'893)
Valeur des fonds propres (100%)	411'338
Nombre d'actions	8'755'500
Valeur par action (en CHF)	47.0

Source: Capital IQ, Calculs Ernst & Young

Analyse des multiples de transactions comparables

- Afin de déterminer un multiple approprié, Ernst & Young a utilisé Capital IQ et Mergermarket pour identifier des opérations de fusions et acquisitions dans les secteurs de l'industrie textile et de Test et Mesure, ayant eu lieu entre 2006 et 2011. Par ailleurs, nous avons utilisé le rapport "*Test and measurement report, a middle-market perspective on the test and measurement industry*" («Rapport Test et Mesure, une vision mid-market sur l'industrie Test et Mesure») publié par Baird en juin 2011.
- L'analyse des multiples de transactions comprend cinq transactions lors desquelles des parts majoritaires dans des entreprises ayant des activités relativement similaires à celles d'Uster ont été acquises. Ces transactions sont présentées en Annexe D.
- En raison de l'absence de données pertinentes disponibles sur l'EBITDA, Ernst & Young a appliqué le multiple de transaction médian à l'EBIT d'Uster en 2011. Cependant, cette information n'était disponible que pour une seule transaction. Le tableau ci-contre présente une synthèse de l'évaluation d'Uster par la méthode des transactions comparables.

Résultats de l'évaluation – méthode des multiples

- La méthode des comparables boursiers, considérant les multiples d'EBITDA 2011 (actuel) et 2012 (prospectif), conduit à estimer la valeur d'une action Uster dans une fourchette de valeurs comprises entre CHF 50.6 et CHF 59.0.
- De plus, la méthode des transactions comparables conduit à estimer la valeur d'une action Uster à CHF 47.0.

Conclusion

Les méthodes des multiples sont relativement délicates à mettre en œuvre et sont uniquement utilisées dans le cadre de contrôle de plausibilité.

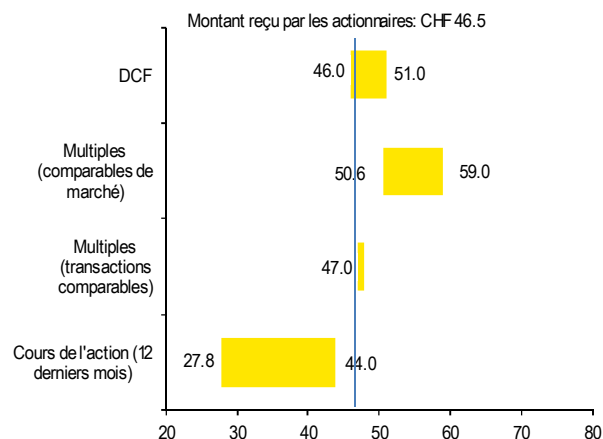
Evaluation globale / attestation d'équité

10. Evaluation globale / attestation d'équité

Evaluation globale / attestation d'équité

Fourchette de valeurs pour l'action Uster

Source: Analyse E&Y



Rapports d'analystes

Rapport	Prix cible par action
Credit Suisse, 26 Septembre 2011	CHF 50
Berenberg Bank, 18 Juillet 2011	CHF 52
Vontobel, 19 Septembre 2011	CHF 45
MainFirst, 19 Juillet 2011	CHF 50

Attestation d'équité

- Le graphe ci-contre synthétise les résultats de nos travaux d'évaluation. Comme mentionné dans la partie "Procédure d'évaluation", nous avons retenu la méthode DCF comme méthode principale, tandis que les méthodes des multiples (comparables boursiers et transactions comparables), le CMPV et les rapports d'analystes ont uniquement été considéré comme des contrôles de plausibilité dans notre conclusion finale.
 - La valeur estimée d'une action Uster, obtenue par la méthode DCF, se situe dans une fourchette de valeurs comprises entre CHF 46.0 et CHF 51.0
 - Les méthodes des multiples de comparables boursiers et de transactions comparables conduisent à une valeur per action Uster comprise entre CHF 47.0 et CHF 59.0. Cependant, en raison de l'absence d'entreprises strictement comparables à Uster, et du fait que des multiples pertinents n'étaient disponibles que pour une transaction, ces méthodes additionnelles ont uniquement été utilisées pour contrôler la plausibilité.
 - Le CMPV 60-jours au 17 février 2012 s'établissait à CHF 41.4, contre un prix journalier moyen pondéré par valeur à cette date de CHF 41.6.
- Comme illustré dans le tableau ci-contre, les différents rapports d'analystes tablent sur un prix cible entre CHF 45.0 et CHF 52.0 pour une action Uster, ce qui confirme la valeur issue de la méthode DCF.
- L'attestation d'équité a été achevée le 20 février 2012.

Conclusion

Sur la base de nos analyses, nous concluons que la juste valeur d'une action Uster au 17 février 2012, se situe dans une fourchette de valeurs comprises entre CHF 46.0 et CHF 51.0. Par conséquent, nous considérons que le prix offert de CHF 44.0 plus un dividende de CHF 2.5 (en totale CHF 46.5 par action) est équitable d'un point de vue financier.

Louis Siegrist
Partner

Stéphanie Chaumier
Manager

Annexes

- 11. Annexe A - Sources d'information
- 12. Annexe B - Echantillon d'entreprises comparables
- 13. Annexe C - Analyse de sensibilité (DCF)
- 14. Annexe D - Approche de marché

Sources d'information

Personnes de contact à Uster

Nom	Position
Geoffrey Scott	PDG d'Uster
Beat Gisin	Responsable du contrôle de gestion

Information fournie

Nom du fichier	Date reçue	Type de fichier
Assuring textile quality and value - Uster Technologies AG - Company Presentation, August 2011	28.10.2011	Version papier
5 year planning 2011 – 2015, Bod Meeting September 15 th 2011	28.10.2011	Version papier
Rapport annuel 2010	31.10.2011	Document PDF
Rapport intérimaire, Juin 2011	31.10.2011	Document PDF
Bilan et compte de résultat 2011, préparés par le Management	17.02.2012	Excel
Rapports d'analystes – Credit Suisse - 19.07.11, 20.07.11, 10.08.11, 15.09.11, 26.09.11	31.10.11	Document PDF
Rapport d'analystes – Main First – 19.07.11	04.11.11	Document PDF
Rapport d'analystes – Vontobel – 19.09.11	04.11.11	Document PDF
Rapport d'analystes – Berenberg Bank – 19.09.11	04.11.11	Document PDF
Test and measurement report, a middle-market perspective on the test and measurement industry – Baird - June 2011	04.11.11	Document PDF
Prinzipalbesteuerung, Uster Technologies AG – Eidgenössische Steuerverwaltung – 17.02.09	04.11.11	Document PDF

Echantillon d'entreprises comparables

Echantillon d'entreprises comparables

Entreprises	Identifiant	Pays	Monnaie	Date de clôture	Intérêts minoritaires	Dette totale	Beta ajusté	Beta désendetté
Fabricants de machines pour l'industrie textile								
Picanol NV	ENXTBR:PIC	Belgique	EUR	30.06.2011	-	10	0.908	0.877
Rieter Holding AG	SWX:RIEN	Suisse	CHF	30.06.2011	14	279	1.437	1.154
OC Oerlikon Corporation AG	SWX:OERL	Suisse	CHF	30.06.2011	21	983	2.689	1.962
Schweiter Technologies AG	SWX:SWTQ	Suisse	CHF	30.06.2011	-	6	0.781	0.776
Entreprises de Test et Mesure								
Intertek Group plc	LSE:ITRK	Royaume Uni	GBP	30.06.2011	27	810	0.843	0.720
SGS SA	SWX:SGSN	Suisse	CHF	31.12.2011	50	1,299	0.762	0.704
Mettler-Toledo International, Inc.	NYSE:MTD	Etats Unis	USD	31.12.2011	-	505	1.110	1.051
Cognex Corporation	NasdaqGS:CGNX	Etats Unis	USD	31.12.2011	-	-	1.072	1.072
Oxford Instruments plc	LSE:OXIG	Royaume Uni	GBP	30.09.2011	-	8	0.988	0.979
Spectris plc	LSE:SXS	Royaume Uni	GBP	30.06.2011	-	154	1.362	1.285
Toyota Tsusho Corp.	TSE:8015	Japon	JPY	31.12.2011	71,496	773,047	1.250	0.719
MTS Systems Corp.	NasdaqGS:MTSC	Etats Unis	USD	31.12.2011	-	41	0.980	0.947
Bureau Veritas SA	ENXTPA:BVI	France	EUR	30.06.2011	7	1,353	0.707	0.621

Source: Capital IQ, 9 février 2012

Analyse de sensibilité

Analyse de sensibilité

- Nous avons analysé la sensibilité de la valeur d'une action à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance long-terme. De la même façon, nous avons également analysé la sensibilité de la valeur d'une action à une variation des marges d'EBITDA sur l'ensemble de la période prévisionnelle et du taux de croissance long-terme.
- Les résultats sont présentés dans les tableaux ci-dessous.

Analyse de sensibilité: CMPC et taux de croissance long-terme

Monnaie CHF 000		Taux de croissance long-terme				
		0.2%	0.7%	1.2%	1.7%	2.2%
CMPC	8.5%	57.0	60.1	63.6	67.6	72.2
	9.5%	50.3	52.6	55.2	58.2	61.6
	10.5%	44.8	46.6	48.7	50.9	53.5
	11.5%	40.3	41.7	43.4	45.1	47.1
	12.5%	36.5	37.7	39.0	40.4	42.0

Source: Analyse EY

Analyse de sensibilité: CMPC et taux de croissance long-terme

Monnaie CHF 000		Taux de croissance long-terme				
		0.2%	0.7%	1.2%	1.7%	2.2%
Delta Marge d'EBITDA	2.0%	48.3	50.3	52.5	55.0	57.7
	1.0%	46.5	48.4	50.6	53.0	55.7
	0.0%	44.7	46.6	48.7	51.0	53.6
	-1.0%	42.9	44.7	46.7	49.0	51.5
	-2.0%	41.1	42.9	44.8	47.0	49.4

Source: Analyse EY

Multiples de comparables boursiers

Analyse des multiples de comparables boursiers

Entreprise	Identifiant	Valeur d'entreprise (EV)	EV / CA FY11	EV / CA FY12	EV / CAFY13	EV / EBITDA FY11	EV / EBITDA FY12	EV / EBITDA FY13	EV / EBIT FY11	EV / EBIT FY12	EV / EBIT FY13
Fabricants de machines pour l'industrie textile											
Picanol NV	ENXTBR:PIC	146	n/a	n/a	0.3x	n/a	n/a	1.7x	n/a	n/a	2.0x
Rieter Holding AG	SWX:RIEN	772	0.6x	0.6x	0.6x	4.5x	5.4x	5.1x	6.3x	8.3x	7.7x
OC Oerlikon Corporation AG	SWX:OERL	2,431	0.6x	0.6x	0.6x	4.4x	4.6x	4.5x	6.5x	7.2x	7.1x
Schweiter Technologies AG	SWX:SWTQ	527	0.6x	0.7x	0.6x	6.6x	6.8x	5.9x	10.1x	10.4x	8.3x
Entreprises de Test et Mesure											
Intertek Group plc	LSE:ITRK	4,142	2.4x	2.1x	2.0x	12.1x	10.5x	9.5x	15.8x	13.4x	12.0x
SGS SA	SWX:SGSN	13,010	2.4x	2.2x	2.0x	11.0x	9.7x	8.5x	14.2x	12.4x	10.7x
Mettler-Toledo International	NYSE:MTD	6,109	2.5x	2.4x	2.3x	12.8x	11.9x	11.2x	14.3x	13.0x	12.2x
Cognex Corporation	NasdaqGS:CGNX	1,632	4.7x	4.0x	3.9x	15.6x	13.2x	14.1x	16.9x	14.4x	16.2x
Oxford Instruments plc	LSE:OXIG	601	1.8x	1.6x	1.6x	12.4x	11.0x	11.0x	15.1x	13.0x	12.1x
Spectris plc	LSE:SXS	1,979	1.8x	1.6x	1.5x	9.1x	7.9x	7.4x	10.3x	8.9x	8.2x
Toyota Tsusho Corp.	TSE:8015	1,089,560	0.2x	0.2x	0.2x	7.9x	7.3x	7.4x	11.7x	10.2x	9.6x
MTS Systems Corp.	NasdaqGS:MTSC	712	1.3x	1.3x	n/a	8.0x	n/a	n/a	8.1x	7.8x	n/a
Bureau Veritas SA	ENXTPA:BVI	7,568	2.3x	2.1x	2.0x	12.0x	11.0x	10.1x	14.4x	13.3x	12.1x
Min			0.2x	0.2x	0.2x	4.4x	4.6x	1.7x	6.3x	7.2x	2.0x
Max			4.7x	4.0x	3.9x	15.6x	13.2x	14.1x	16.9x	14.4x	16.2x
Moyenne			1.8x	1.6x	1.5x	9.7x	9.0x	8.0x	12.0x	11.0x	9.8x
Médiane			1.8x	1.6x	1.5x	10.1x	9.7x	8.0x	12.9x	11.4x	10.2x

Source: Capital IQ au 9 février 2012

Multiples de transactions comparables

Analyse des transactions comparables

Cible	Description	Pays	% Acquis	Acquéreur	Date	Monnaie	Valeur des fonds propres (m)	Dette financière nette	Valeur d'entreprise (m)	EV/CA	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
AB Lorentzen	Machinerie industrielle	Suède	100%	ABB Participatio	10/3/2011	SEK	750		750	2.4	n.a	n.a	n.a
Omega Engineering	Equipement électronique	Etats-Unis	100%	Spectris	8/15/2011	USD	475		475	2.8	n.a	12.0	n.a
Savio Machine	Machinerie industrielle	Italie	100%	Groupe Alpha	6/21/2011	EUR	135	165	300	0.9	n.a	n.a	n.a
Industrial Control Group	Equipement électronique	Royaume Uni	100%	Rockwell	7/2/2007	GBP	110		110	1.6	n.a	n.a	n.a
Saurer	Equipement industriel	Suisse	74%	Oerlikon	1/10/2007	CHF	1075	247	1322	0.4	8.4	10.3	12.5
Moyenne										1.6x	8.4x	11.1x	12.5x
Médiane										1.6x	8.4x	11.1x	12.5x

Source: Capital IQ, Mergermarket, Communiqués de presse