

Expertise d'évaluation

En vue de l'offre publique d'acquisition de CMA CGM S.A. portant sur toutes les actions nominatives de CEVA Logistics SA détenues par le public

25 janvier 2019

Expertise d'évaluation CEVA

Table des matières

1.	Introduction	Page 3
2.	Evaluation	Page 8
3.	Conclusion	Page 17
4.	Annexe	Page 20

Expertise d'évaluation CEVA

Introduction

1.1	Contexte	Page 4
1.2	Notre mission	Page 6
1.3	Sources	Page 7

1 Introduction

1.1 Contexte

CEVA Logistics SA («CEVA») est un fournisseur majeur de services de logistique coté à SIX Swiss Exchange.

Le 25 octobre 2018, CEVA et CMA CGM ont annoncé au public le renforcement de leur Partenariat stratégique. En outre, CMA CGM a annoncé son intention de présenter une offre publique d'acquisition à CHF 30.00 par action CEVA.

CEVA Logistics SA («CEVA») est l'une des sociétés de logistique externe leaders dans le monde, offrant un large éventail de services tant dans le domaine de la logistique contractuelle que dans la gestion du fret. Créée en 2007 par la fusion de TNT Logistics et Eagle Global Logistics, la société a son siège à Baar, Suisse et a généré en 2017 un chiffre d'affaires de USD 7 milliards et un EBITDA ajusté de USD 280 millions. Depuis son offre publique initiale (IPO) réalisée avec succès le 4 mai 2018, CEVA est cotée à SIX Swiss Exchange et a actuellement une capitalisation boursière de CHF 1.6 milliards. Au 31 décembre 2018, CEVA avait 55.2 millions d'actions nominatives (avec des restrictions de transmissibilité) en circulation, d'une valeur nominale de CHF 0.10 chacune («actions»)¹.

Le 11 octobre 2018, le Conseil d'administration de CEVA a reçu une offre non sollicitée de DSV A/S («DSV»), une société danoise de transport et de logistique, d'acquisition de CEVA à un prix par action de CHF 27.75. Le Conseil d'administration a rejeté l'offre de DSV et a autorisé l'actionnaire majoritaire de CEVA, CMA CGM S.A. («CMA CGM») à augmenter sa participation à 33%. Le 18 octobre 2018, DSV a augmenté le prix initialement offert à CHF 30.00 par action mais a retiré son offre le 23 octobre 2018 car le Conseil d'administration n'avait pas immédiatement accepté d'entamer des négociations directes avec DSV. Au lieu de cela, le 25 octobre 2018, CEVA a annoncé le renforcement du Partenariat stratégique entre CEVA et CMA CGM. Les deux parties sont convaincues que le Partenariat stratégique générera une valeur ajoutée significative, non seulement grâce aux synergies résultant du transfert des activités de gestion de fret de CMA CGM à CEVA, mais également grâce à la collaboration étroite entre CEVA et CMA CGM. Les éléments principaux de l'accord entre CEVA et CMA CGM sont:²

¹ SIX Swiss Exchange & extrait du registre du commerce concernant CEVA au 25 janvier 2019.

² CEVA: Road Show Presentation, novembre 2018, p. 26.

- CMA CGM offre aux actionnaires existants de CEVA un prix par action de CHF 30.00 («offre publique d'acquisition»).
- CEVA acquerra les activités de gestion de fret de CMA CGM («CCLog») pour USD 105 millions (hors trésorerie et endettement) après l'exécution de l'offre.
- Les actions de CEVA seront toujours cotées à SIX Swiss Exchange avec un flottant (free float) important.

Ainsi, les actionnaires de CEVA disposent des deux options suivantes selon leur évaluation de l'évolution de CEVA:

- les actionnaires qui ne sont pas convaincus des avantages futurs du Partenariat stratégique entre CMA CGM et CEVA peuvent offrir leurs actions à un prix de CHF 30.00.
- les actionnaires qui sont convaincus des avantages futurs du Partenariat stratégique conservent leur participation dans CEVA et peuvent potentiellement obtenir une valeur significativement plus élevée pour leurs actions que le prix de l'offre.

Le 26 novembre 2018, CMA CGM a publié l'annonce préalable de l'offre publique d'acquisition. En raison des délais nécessaires pour l'obtention d'autorisations de l'autorité de surveillance, la Commission des OPA a autorisé la prolongation du délai pour publier le prospectus de l'offre publique d'acquisition au 28 janvier 2019.

1.2 Notre mission

La présente expertise d'évaluation fournit une évaluation de CEVA dans le cadre de la transaction envisagée.

IFBC est un Corporate Finance Advisor indépendant et ne reçoit pas de rémunération en fonction du résultat de l'évaluation ou du succès de la transaction envisagée.

IFBC AG («IFBC») a été mandatée le 7 janvier 2019 par le Conseiller d'administration de CEVA afin de préparer une évaluation indépendante («Expertise d'évaluation») en vue de l'offre publique d'acquisition portant sur toutes les actions nominatives de CEVA détenues par le public.

Le présent rapport a été préparé pour assister le Conseil d'administration de CEVA dans sa prise de décision concernant l'offre publique d'acquisition de CMA CGM. Il est exclusivement destiné à l'évaluation financière de l'offre de CMA CGM par le Conseil d'administration de CEVA. La présente Expertise d'évaluation ne constitue pas une recommandation à l'un quelconque des actionnaires de CEVA sur la façon dont cet actionnaire devrait agir quant à la transaction envisagée ou toute autre question y relative.

IFBC émet cette Expertise d'évaluation en qualité de Corporate Finance Advisor indépendant et recevra des honoraires usuels pour ses services. IFBC ne reçoit pas de rémunération qui dépende des conclusions de la présente évaluation ni ne peut-elle prétendre à une prime (success fee) si la transaction envisagée est réalisée avec succès. IFBC confirme qu'elle est indépendante des parties impliquées. IFBC confirme également qu'elle est autorisée à établir des Fairness Opinions selon l'art. 30 al. 6 de l'Ordonnance sur les OPA et qu'elle est indépendante de la société cible.

En établissant notre évaluation, nous avons présumé que les informations fournies par la Direction de CEVA étaient exactes et complètes. Nous avons également présumé que les informations reçues avaient été préparées avec diligence sur la base des meilleures estimations disponibles et de l'appréciation de bonne foi de la Direction de CEVA. Notre responsabilité se limite à la vérification, l'évaluation et au contrôle de vraisemblance professionnels des informations et calculs fournis. En particulier, aucun audit et aucune due diligence n'ont été réalisés par IFBC.

La présente Expertise d'évaluation a été remise au Conseil d'administration de CEVA le 25 janvier 2019. La date d'évaluation est le 25 janvier 2019. Selon la Direction de CEVA, aucun événement ou transaction significatifs ne sont survenus entre le 31 décembre 2018 et la publication du présent rapport.

1.3 Sources

Notre évaluation est notamment basée sur l'analyse des informations suivantes:

- Rapports de gestion révisés 2015 à 2017 de CEVA (consolidés)
- Comptes non révisés du quatrième trimestre 2018 au 30 septembre 2018
- Informations préliminaires sur certains postes du bilan et des options sur actions en circulation et des unités d'actions soumises à des restrictions de CEVA au 31 décembre 2018
- Business plan de CEVA au 11 janvier 2019, y compris compte de résultats et mouvements financiers («Plan MARS»).
- Extrait du registre du commerce concernant CEVA au 25 janvier 2019
- Autres informations publiques concernant CEVA, telles que le prospectus pour l'offre publique initiale de CEVA au 19 avril 2018, le prospectus d'émission d'obligations senior garanties à échéance 2025 pour EUR 300 millions au 27 juillet 2018 et la Road Show Presentation de novembre 2018.
- Données financières et des marché des capitaux d'une sélection de sociétés comparables (source: Bloomberg)
- Données d'une sélection de transactions comparables, basées sur des informations accessibles au public
- Autres informations accessibles au public
- Discussions avec la Direction

Expertise d'évaluation CEVA

Evaluation

2.1	Méthode d'évaluation	Page 9
2.2	Business plan	Page 11
2.3	Résultats de l'évaluation	Page 13

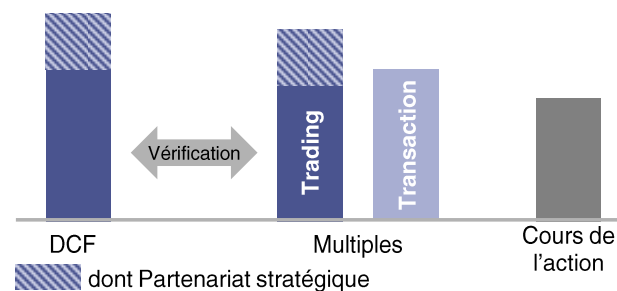
2 Evaluation

2.1 Méthode d'évaluation

Conformément aux bonnes pratiques, nous nous basons principalement sur la méthode Discounted Cash Flow pour évaluer CEVA. En outre, nous appliquons des Trading et des Transaction Multiples et nous procédons à une analyse du prix de l'action.

Nous basons notre évaluation sur le business plan consolidé de CEVA («Plan MARS»). Le Plan MARS prend en considération l'évolution future des activités existantes de CEVA ainsi que l'impact financier estimé de l'acquisition de CCLog et du partenariat industriel entre CEVA et CMA CGM (ces deux éléments sont désignés ensemble le «Partenariat stratégique»)³. Cela nous permet de réaliser une évaluation de CEVA sur une base consolidée et d'analyser également l'impact du Partenariat stratégique sur la valeur de l'entreprise.

Pour évaluer CEVA, nous appliquons la méthode Discounted Cash Flow (actualisation des flux de trésorerie) («méthode DCF»). Pour vérifier les valeurs DCF obtenues, nous utilisons des «Trading Multiples» ainsi que les prix payés dans des transactions comparables («Transaction Multiples»)⁴. En outre, nous analysons la liquidité des actions CEVA et comparons le prix de l'action avec la valeur par action obtenue. La date d'évaluation déterminante est le 25 janvier 2019.



³ Cf. également chapitre 0.

⁴ Cette méthode peut seulement être appliquée au business plan de l'activité actuelle de CEVA car l'EBITDA 2018 n'est pas connu pour l'effet CMA CGM.

Introduction à la méthode DCF

L'utilisation de la méthode DCF pour évaluer une entreprise est conforme à la théorie de la Corporate Finance ainsi qu'aux bonnes pratiques. En général, la valeur d'une entreprise est obtenue en actualisant les flux de trésorerie disponible attendus à la date d'évaluation définie à l'aide du coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital, «WACC»).

Dans le cadre de la méthode DCF, les flux de trésorerie disponible attendus jusqu'en 2023 sont déterminés sur la base du business plan de CEVA. Pour prendre en compte les flux de trésorerie qui auront lieu après la période couverte par le business plan, nous calculons la valeur future des flux de trésorerie disponible («terminal value», «TV»).

Les flux de trésorerie disponible attendus pour la période de planification ainsi que la valeur finale calculée sont ensuite actualisés au 31 décembre 2018 en appliquant un WACC approprié pour CEVA. En additionnant les actifs hors exploitation - le cas échéant - et en soustrayant l'endettement financier et les debt-like items - on aboutit à la juste valeur des fonds propres au 31 décembre 2018. La valeur des fonds propres obtenue est ensuite extrapolée pour obtenir la valeur des fonds propres à la date d'évaluation (25 janvier 2019). Etant donné que le Plan MARS est libellé en USD, la valeur des fonds propres en USD doit être convertie en CHF en appliquant le cours de change actuel. La valeur des fonds propres obtenue est ensuite divisée par le nombre actuel d'actions en circulation pour aboutir à la valeur par action au 25 janvier 2019.

Introduction à l'analyse des Multiples

Les évaluations basées sur les Trading Multiples et les Transaction Multiples sont utilisées pour vérifier la valeur par action résultant du calcul DCF. Pour l'évaluation basée sur les Trading Multiples, un peer group formé de sociétés cotées comparables doit être défini.⁵ Pour chacune des entreprises sélectionnées, le multiple EBITDA est calculé en mettant la valeur totale de l'entreprise (fonds propres plus endettement net) en rapport avec son

⁵ Une liste détaillée des sociétés du groupe de référence pour l'analyse des Trading Multiples figure en annexe.

EBITDA. La médiane de tous les multiples EBITDA des sociétés du peer group est ensuite utilisée pour calculer la valeur des fonds propres de CEVA en tenant compte de l'EBITDA estimé ainsi que de la trésorerie, des équivalents de trésorerie, de l'endettement financier et des debt-like items attendus au 31 décembre 2018. Cette valeur des fonds propres au 31 décembre 2018 est ensuite extrapolée à la date d'évaluation 25 janvier 2019, convertie de USD en CHF et divisée par le nombre total d'actions en circulation pour calculer la valeur par action en CHF.

L'évaluation basée sur les Transaction Multiples est réalisée de la même façon que l'évaluation basée sur les Trading Multiples, mais le peer group est formé tant de sociétés comparables cotées que de sociétés privées acquises dans des transactions.

2.2 Business plan

Le business plan utilisé dans le cadre de cette Expertise d'évaluation correspond aux explications relatives à l'EBITDA dans la Road Show Presentation de novembre 2018.

L'évaluation de CEVA est basée sur le business plan du 11 janvier 2019 fourni par la Direction. Le Plan MARS a été établi sur la base d'une analyse ascendante (bottom-up analysis) détaillée par région et par secteur dans la monnaie locale respective et a été converti en USD en utilisant des cours de change constants.

Le Plan MARS appliqué pour notre évaluation est conforme aux hypothèses clé de CEVA publiées en novembre 2018.⁶ Selon la Road Show Presentation, la Direction de CEVA s'attend à générer un chiffre d'affaires de plus de USD 9 milliards en 2021 et à augmenter l'EBITDA⁷ ajusté de USD 280 millions en 2017 à USD 470 - 490 millions en 2021. En comparaison avec l'objectif d'EBITDA pour 2021 annoncé dans le processus d'offre publique initiale, la nouvelle estimation de l'EBITDA pour 2021 est supérieure de USD 90 - 110 millions. A long terme, la Direction s'attend même à augmenter l'EBITDA ajusté de USD 160 millions grâce aux mesures stratégiques suivantes:

⁶ CEVA: Road Show Presentation, novembre 2018.

⁷ EBITDA y compris la quote-part de CEVA dans la contribution de l'EBITDA d'Anji-Joint Venture, avant éléments spécifiques et rémunération en actions.

1. Une **transformation structurelle accélérée** au sein de CEVA augmentera le montant actuel à hauteur de USD 80 millions.
2. La Direction s'attend à ce que l'**acquisition de CCLog** entraîne une augmentation supplémentaire de USD 50 millions au pronostic à long terme de l'EBITDA ajusté. Ce montant inclut USD 30 millions de synergies attendues entre CEVA et CCLog.
3. De plus, la Direction s'attend à une amélioration de l'EBITDA d'environ USD 30 millions résultant du **partenariat industriel entre CEVA et CMA CGM**. Ce montant correspondra aux économies réalisées grâce à l'utilisation commune des ressources de back office ainsi qu'au pouvoir d'achat supérieur de CEVA et CMA CGM.

Pour permettre la réalisation de la synergie potentielle de CCLog et CMA CGM, des frais de restructuration d'environ USD 40 millions au total sont attendus.

Le Plan MARS prend en considération les effets attendus des trois mesures, y compris les frais de restructuration. Cela nous permet de réaliser une évaluation de CEVA sur une base consolidée (y compris les trois mesures et les frais de restructuration estimés) et d'analyser également l'impact sur l'évaluation du Partenariat stratégique (acquisition de CCLog et partenariat industriel entre CEVA et CMA CGA).

2.3 Résultats de l'évaluation

2.3.1 Analyse du Discounted Cash Flow

Pour l'analyse DCF, les flux de trésorerie disponibles attendus sont escomptés à un WACC de 8.25%.

Analyse de la sensibilité de la valeur par action au 25 janvier 2019 (en CHF)

Plan MARS		WACC				
		8.50%	8.38%	8.25%	8.13%	8.00%
Delta marge EBITDA en TV	25.0 pdb	41.2	42.8	44.3	46.0	47.7
	12.5 pdb	39.4	40.9	42.4	44.0	45.6
	0.0 pdb	37.6	39.0	40.5	42.0	43.6
	-12.5 pdb	35.7	37.1	38.5	40.0	41.6
	-25.0 pdb	33.9	35.2	36.6	38.0	39.5

Source : IFBC.

La trésorerie disponible pour la période de 2019 à 2023 utilisée pour l'analyse DCF est calculée sur la base du Plan MARS décrit au chapitre 0, en tenant également compte de la variation de la trésorerie d'exploitation. Pour les flux de trésorerie après 2023 - qui sont synthétisés dans la valeur finale - nous appliquons un taux de croissance inflationniste de 2.0% conformément au WACC calculé.

Les flux de trésorerie libre ainsi que la valeur finale sont escomptés à un WACC de 8.25%.⁸ Nous déduisons de la valeur d'exploitation de l'entreprise au 31 décembre 2018 qui en résulte le montant attendu de l'endettement et des debt-like items ainsi que la valeur de marché des participations minoritaires au 31 décembre 2018. L'excédent de trésorerie prévu par la Direction de CEVA au 31 décembre 2018 ainsi que les autres actifs hors exploitation qui n'ont pas été pris en compte dans le calcul des flux de trésorerie libre sont additionnés. La valeur des fonds propres de CEVA au 31 décembre 2018 est finalement extrapolée à la date d'évaluation 25 janvier 2019, puis convertie de USD en CHF en appliquant un cours de change de 0.9954⁹. On aboutit ainsi à une valeur des fonds propres au 25 janvier 2019 de CHF 2.25 milliards, dont CHF 0.55 milliard peut être attribué au Partenariat stratégique conclu entre CEVA et CMA CGM. Par conséquent, dans l'hypothèse où le Partenariat stratégique n'apporterait aucun avantage, la valeur des fonds propres de CEVA serait de CHF 1.70 milliards.

Au 31 décembre 2018 un total de 55'203'096 actions sont en circulation.¹⁰ Selon la Direction, CEVA détient actuellement 4'617 actions propres. En outre, l'effet dilutif des options sur actions en circulation et des unités d'actions soumises à des restrictions est également pris en compte en utilisant la méthode des actions propres. En divisant la

⁸ Voir l'annexe pour plus de détails sur le calcul du WACC.

⁹ Taux au comptant USD/CHF au 25 janvier 2019, source: Bloomberg.

¹⁰ Source: Direction CEVA.

Plan MARS sans Partenariat stratégique						
Delta marge EBITDA en TV	WACC					
		8.50%	8.38%	8.25%	8.13%	8.00%
	25.0 pdb	31.4	32.7	34.0	35.4	36.8
	12.5 pdb	29.8	31.0	32.3	33.6	35.0
	0.0 pdb	28.1	29.3	30.6	31.8	33.2
	-12.5 pdb	26.5	27.6	28.8	30.1	31.4
	-25.0 pdb	24.9	26.0	27.1	28.3	29.5

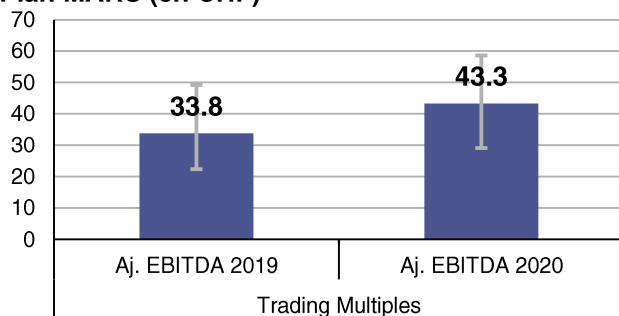
Source : IFBC.

valeur des fonds propres au 25 janvier 2019 par le nombre total dilué d'actions en circulation 55'575'743, on obtient une valeur par action de CHF 40.5 sur la base du Plan MARS. Si l'on ne tient pas compte des avantages potentiels futurs du Partenariat stratégique entre CEVA et CMA CGM, on obtient une valeur par action de CHF 30.6.

Les tableaux figurant à gauche montrent les analyses de sensibilité pour la valeur par action basée sur le Plan MARS et le Plan MARS sans les effets attendus du Partenariat stratégique. Ainsi, l'impact sur l'évaluation d'une modification de la marge EBITDA de la valeur finale (TV) et du WACC à hauteur de ± 25 points de base aboutit à une fourchette de valeur allant de CHF 33.9 à CHF 47.7 pour le Plan MARS et de CHF 24.9 à CHF 36.8 sans les effets du Partenariat stratégique.

2.3.2 Analyse basée sur les Multiples

Valeur par action au 25 janvier 2019 basée sur le Plan MARS (en CHF)



— Fourchette définie à l'aide des quartiles 25% et 75%.
Source: Bloomberg, analyse: IFBC

Les valeurs DCF sont vérifiées à l'aide de Trading Multiples de sociétés cotées comparables ainsi que de Trading Multiples de transactions comparables. La pertinence des évaluations sur la base des Multiples est limitée. Bien que seules des sociétés actives dans le même secteur aient été choisies, les modèles d'entreprise spécifiques et la situation individuelle des sociétés faisant partie du peer group peuvent différer.

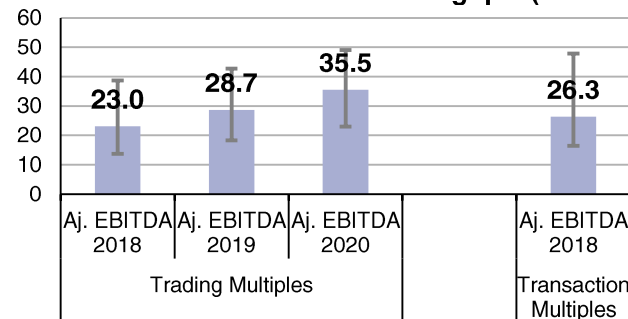
Pour l'évaluation de CEVA basée sur les Trading Multiples, les pronostics d'EBITDA¹¹ pour 2019 et 2020¹² du Plan MARS sont multipliés par le multiple moyen correspondant du peer group.¹³ Etant donné que les besoins en trésorerie d'exploitation des sociétés du peer group ne sont pas connus, la valeur des fonds propres de CEVA au 31 décembre 2018 est calculée sur la base d'un endettement net. Comme pour l'évaluation DCF de CEVA, certains actifs non courants, les debt-like items et la valeur de marché des participations minoritaires sont pris en compte. Après escompte au taux WACC, on obtient finalement

¹¹ EBITDA y compris Anji-Joint Venture et hors éléments spécifiques et non récurrents.

¹² Puisque l'EBITDA 2018 ne tient pas compte des effets du partenariat stratégique, l'EBITDA de 2018 n'a pas été pris en compte dans l'analyse multiple.

¹³ Pour plus de détails sur les Trading Multiples appliqués, voir l'annexe.

Valeur par action au 25 janvier 2019 basée sur le Plan MARS sans Partenariat stratégique (en CHF)



— Fourchette définie à l'aide des quartiles 25% et 75%.
Source: Bloomberg, analyse: IFBC

une fourchette de valeur par action allant de CHF 33.8 à CHF 43.3 au 25 janvier 2019 pour le Plan MARS.

L'analyse basée sur les Trading Multiples fondée sur le Plan MARS sans les effets attendus du Partenariat stratégique permet de prendre également en compte l'EBITDA 2018 ajusté, en plus des EBITDA 2019 et 2020 ajustés.

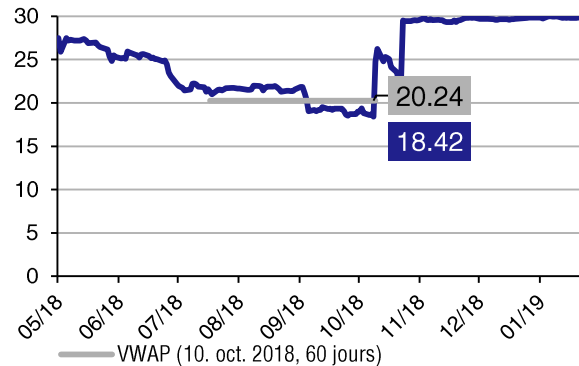
Sur la base de la médiane des multiples EBITDA pour 2018-2020 et de l'EBITDA attendu de CEVA sans prendre en compte les effets du Partenariat stratégique, on obtient une fourchette allant de CHF 23.0 à CHF 35.5.

Des transactions comparables réalisées entre janvier 2014 et décembre 2018 ont été analysées pour l'évaluation en utilisant la méthode des Transaction Multiples. L'EBITDA 2018 du Plan MARS sans les effets potentiels du Partenariat stratégique entre CEVA et CMA CGM est multiplié par la médiane des Transaction Multiples obtenue.

Le volume moyen des transactions des sociétés comparables est très inférieur à la capitalisation boursière de CEVA, de sorte que les primes liées à la taille (size premium) implicites sont supérieures dans les transactions comparables. Dans l'évaluation basée sur les Transaction Multiples, nous tenons compte de cette différence relative des primes liées à la taille implicites. En utilisant la même méthode de calcul que pour l'évaluation basée sur les Trading Multiples, on obtient une valeur par action de CHF 26.3 si l'on ne prend pas en compte les effets du Partenariat stratégique.

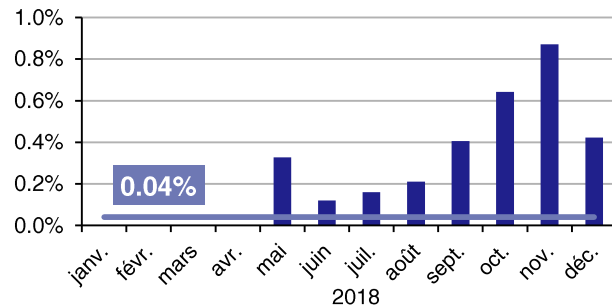
2.3.3 Cours de l'action

Cours de l'action CEVA en mai 2018 (en CHF)



Source: Bloomberg, analyse: IFBC

Médiane du nombre d'actions négociées en % du free float par mois



Source: Bloomberg, analyse: IFBC

Les actions CEVA ont été cotées à SIX Swiss Exchange le 4 mai 2018.

Après l'IPO, le cours de l'action a chuté de CHF 27.50 le 4 mai 2018 à CHF 18.42 le 10 octobre 2018, la veille de la date où DSV a annoncé son intérêt à acquérir CEVA. L'offre au comptant de CHF 30.00 est supérieure de 63% à ce dernier prix (CHF 18.42) antérieur à l'annonce de l'offre non sollicitée de DSV. Comparée au prix moyen pondéré par le volume (volume weighted average price, «VWAP») de CHF 20.24 des 60 derniers jours de négoce précédant le 10 octobre 2018, l'offre en espèces représente une prime de 48%. Cette prime est supérieure à la prime moyenne à long terme versée dans le cadre d'offres publiques d'acquisition volontaires en Suisse.¹⁴

Selon la législation sur les OPA en vigueur, les actions de sociétés qui ne font pas partie du Swiss Leader Index («SLI») sont liquides «si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04 % de la fraction librement négociable du titre de participation (free float)».¹⁵

Les actions de CEVA ne sont négociées en bourse que depuis le 4 mai 2018, de sorte que la règle de la Circulaire n° 2 de la Commission des OPA («COPA») ne peut être appliquée. Cependant, la médiane déterminante du volume quotidien des transactions en bourse a dépassé le seuil de 0.04% du free float de CEVA tous les mois qui ont suivi l'IPO. C'est en particulier le cas des mois qui ont précédé l'annonce de DSV le 11 octobre 2018. Bien que les actions CEVA ne remplissent pas les exigences de la COPA en termes de liquidité, il est pertinent en l'espèce de prendre en considération le cours de l'action pour évaluer l'offre d'un point de vue financier.

¹⁴ Cf. annexe.

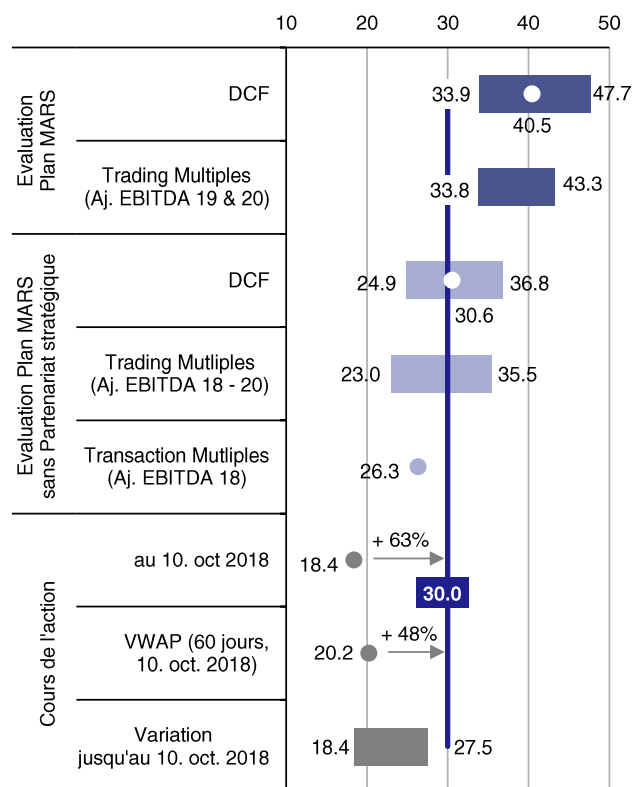
¹⁵ Cf. Commission des OPA: Circulaire COPA n° 2 : Liquidité au sens du droit des OPA du 26 février 2010.

Expertise d'évaluation CEVA

Conclusion

3 Conclusion

Aperçu des résultats de l'évaluation de CEVA au 25 janvier 2019 (valeur par action en CHF)



Source : IFBC.

IFBC parvient à l'évaluation suivante sur la base des analyses décrites ci-dessus, des considérations en termes de valeur qui en résultent et de l'évaluation et appréciation de toutes les informations fournies:

- Conformément aux bonnes pratiques, nous appliquons plusieurs méthodes d'évaluation pour déterminer la valeur par action de CEVA.
- L'évaluation du Plan MARS en utilisant la méthode DCF aboutit à une valeur par action de CHF 40.5 avec une fourchette d'évaluation allant de CHF 33.9 à CHF 47.7 au 25 janvier 2019. Dans le cadre de la présente Expertise d'évaluation, nous estimons que le résultat de l'analyse DCF est le plus pertinent, car cette approche prend le mieux en considération les caractéristiques spécifiques de CEVA.
- L'évaluation du Plan MARS basée sur les Trading Multiples aboutit à une fourchette de valeur par action allant de CHF 33.8 et CHF 43.3 au 25 janvier 2019.
- Bien que les sociétés du peer group aient été sélectionnées avec soin, nous considérons que la pertinence de la méthode d'évaluation par les Multiples est assez limitée car la situation spécifique des sociétés du peer group ne reflète pas complètement la situation spécifique et l'évolution de CEVA. En outre, les montants de l'EBITDA de CEVA utilisés pour les années 2019/2020 ne prennent pas pleinement en compte les effets du Partenariat stratégique.

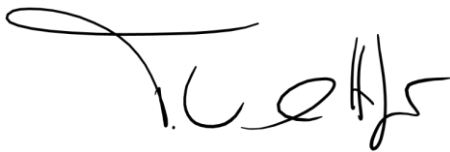
Les actionnaires qui ne sont pas convaincus des effets positifs du Partenariat stratégique entre CMA CGM et CEVA ont la possibilité d'offrir leurs actions à un prix de CHF 30.0 chacune. Sur la base de cette hypothèse et de notre analyse, nous évaluons cette option comme suit:

- En appliquant la méthode DCF, l'évaluation du Plan MARS sans prendre en compte les effets du Partenariat stratégique aboutit à une valeur par action de CHF 30.6 avec une fourchette d'évaluation allant de CHF 24.9 à CHF 36.8 au 25 janvier 2019.

- L'analyse basée sur les Multiples aboutit à une valeur par action allant de CHF 23.0 à CHF 35.5.
- L'utilisation des Transaction Multiples aboutit à une valeur par action de CHF 26.3 au 25 janvier 2019 si l'on n'est pas convaincu des effets attendus du Partenariat stratégique.
- L'offre de CMA CGM de CHF 30.0 par action est supérieure de 63% au cours de l'action non affecté au 10 octobre 2018 (le dernier jour de bourse précédant la publication de l'offre non sollicitée de DSV) qui s'élevait à CHF 18.4 et supérieure de 48% au prix moyen pondéré en fonction de la volume des 60 jours précédant le 10 octobre 2018, à savoir CHF 20.2.

L'évaluation DCF du Plan MARS aboutit à une valeur par action CEVA de CHF 40.5. Par conséquent, nous parvenons à la conclusion que les actionnaires qui conservent leur participation dans CEVA peuvent à moyen terme obtenir une valeur significativement plus élevée pour leurs actions que le prix de l'offre à CHF 30.0. Cependant, pour les actionnaires qui ne sont pas convaincus des effets du Partenariat stratégique (acquisition de CCLog et partenariat industriel entre CEVA et CMA CGM), le prix de l'offre à CHF 30.0 par action est raisonnable d'un point de vue financier.

Zurich, le 25 janvier 2019



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Christian Gätzi, CFA
Partner

Expertise d'évaluation CEVA

Annexe

4.1	Coût moyen pondéré du capital (WACC)	Page 21
4.2	Analyse bêta au 31 décembre 2018	Page 23
4.3	Trading Multiples	Page 24
4.4	Transaction Multiples	Page 25
4.5	Analyse des primes dans le cadre d'offres publiques d'acquisition en Suisse	Page 26
4.6	Liste des abréviations	Page 27

4 Annexe

4.1 Coût moyen pondéré du capital (WACC)

Paramètre	En CHF	Remarque
Inflation	2.00%	<ul style="list-style-type: none"> Taux d'inflation à long terme pondéré par le chiffre d'affaires, arrondi, basé sur les devises de facturation en tenant compte des devises qui contribuent au chiffre d'affaires à plus de 5.0% Source: CEVA & IMF, World Economic Outlook, octobre 2018.
Taux sans risque réel minimum	1.00%	<ul style="list-style-type: none"> Un taux sans risque réel durable de 1.00% est appliqué dans le contexte actuel d'intérêts bas.
Taux sans risque (fonds propres)	3.00%	
Prime de risque de marché	5.00%	<ul style="list-style-type: none"> La prime de risque de marché reflète la différence à long terme entre le rendement d'un portefeuille de marché et le taux sans risque. Elle reflète la prime supplémentaire qu'un investisseur s'attend à obtenir d'un placement en actions en comparaison avec un placement sans risque. Conformément aux bonnes pratiques, une prime de risque de marché durable de 5.00% est appliquée. Source : IFBC.
Facteur bêta apuré des dettes	0.85	<ul style="list-style-type: none"> Le facteur bêta apuré des dettes reflète le risque systématique, non diversifiable d'une société comparable, sans endettement. Le facteur bêta apuré des dettes est calculé à la valeur 31 décembre 2018 sur la base des rendements hebdomadaires sur 2 ans. Source: Bloomberg.
Effet de levier	0.31	<ul style="list-style-type: none"> Calcul de l'effet de levier en tenant compte de l'objectif de structure du capital et du taux d'imposition pertinent (approche Hamada).
Facteur bêta avec dettes	1.12	<ul style="list-style-type: none"> Le facteur bêta avec dettes reflète le risque systématique et contient tant le risque opérationnel que le risque financier de l'entreprise.
Prime pour petite capitalisation (small cap premium)	1.50%	<ul style="list-style-type: none"> Les données empiriques et la pratique démontrent que les entreprises plus petites ont des coûts du capital significativement plus élevés que des entreprises comparables plus grandes. Pour cette raison, une prime liée à la taille (size premium) est additionnée au CAPM (Capital Asset Pricing Model, modèle d'évaluation des actifs financiers). La prime liée à la taille est déterminée statistiquement sur la base de la capitalisation boursière de la société. Sur la base de la capitalisation boursière actuelle de CEVA de CHF 1.6 milliards, une prime pour petite capitalisation de 1.5% (arrondie à 25 points de base) est appliquée. Source: Bloomberg, Duff & Phelps.
Coûts du capital	10.08%	

Paramètre	En CHF	Remarque
Coûts des fonds propres	10.08%	
Ratio des fonds propres	70.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Définition d'un objectif de structure du capital en tenant compte de la structure actuelle, de la ainsi que de la structure du capital actuelle des entreprises du peer group (aux valeurs de marché). ■ Source: CEVA management, Bloomberg.
Taux sans risque (fonds étrangers)	2.50%	■ Taux d'intérêt sans risque plus faible (fonds étrangers) comparé avec le taux d'intérêt sans risque (fonds propres) en raison de présomptions différentes concernant la durée des deux instruments de financement.
Différentiel de crédit	3.40%	■ Différentiel de crédit pondéré de CEVA sur la base des conditions spécifiques de refinancement de CEVA en août 2018.
Coût des fonds étrangers	5.90%	
Taux d'imposition	26.87%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Taux d'imposition de CEVA attendu à long terme ■ Source: Direction de CEVA, Bloomberg.
Coût des fonds étrangers corrigé des impôts	4.31%	
Ratio des fonds étrangers nets	30.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Définition d'un objectif de structure du capital en tenant compte de la structure actuelle, de la livraison prévue ainsi que de la structure du capital actuelle des entreprises du peer group (aux valeurs de marché). ■ Source: CEVA management, Bloomberg.
WACC (nominal, arrondi)	8.25%	

4.2 Analyse bêta au 31 décembre 2018

Enreprise	Pays	Taux d'imposition ¹⁾	Effet de levier ²⁾	Bêtas avec dettes aj. ³⁾	Bêtas apurés des dettes aj.	Ratio cours/valeur comptable (clo.) 12/2018	Ratio des fonds propres (cours du marché, moy.) 12/2018
Ceva Logistics AG	Suisse	18%	0.65	n/a	n/a	6.2	56%
Agility Public Warehousing Co KSC	Koweït	15%	0.08	1.33	1.23	1.2	90%
CH Robinson Worldwide Inc	États-Unis	27%	0.07	0.91	0.85	7.4	92%
DSV A/S	Danemark	22%	0.07	0.95	0.88	5.1	94%
Expeditors International of Washington Inc	États-Unis	27%	0.00	1.08	1.08	6.0	100%
Hitachi Transport System Ltd	Japon	31%	0.25	0.86	0.69	1.6	78%
ID Logistics Group	France	33%	0.03	0.78	0.76	4.0	96%
Kerry Logistics Network Ltd	Hong Kong	17%	0.17	0.82	0.70	1.0	83%
Kuehne + Nagel International AG	Suisse	18%	0.00	0.82	0.82	7.2	100%
Nippon Express Co Ltd	Japon	31%	0.21	1.05	0.87	1.1	77%
Panalpina Welttransport Holding AG	Suisse	18%	0.01	0.97	0.96	5.5	96%
Sinotrans Ltd	Chine	25%	0.03	1.00	0.97	0.8	88%
Wincanton PLC	Grande-Bretagne	19%	0.08	0.93	0.87	-3.3	90%
XPO Logistics Inc	États-Unis	27%	0.40	1.26	0.90	1.7	74%
Médiane			0.07	0.95	0.87	2.8	90%

Remarques:

1) Sources: KPMG, 2019, Corporate Tax Rates Table, janvier 2019.

2) Effet de levier = Moyenne sur 2 ans (Endettement net x (1-taux d'imposition) / fonds propres aux valeurs de marché).

3) Source: Bloomberg, facteur bêta aj. hebdomadaire (2 ans), janvier 2019.

4.3 Trading Multiples

Entreprise visée	Monnaie locale (ML)	Capitalisation boursière au 31.12.2018	Valeur d'entreprise 31.12.2018*	EBITDA annualisé en mns ML	EV/Multiples EBITDA		
		en mns ML	en mns ML	12/2018F	12/2018F	12/2019BP	12/2020BP
Ceva Logistics AG	USD	1'671	3'018	217	13.9x	10.9x	9.6x
Agility Public Warehousing Co KSC	KWD	1'160	1'395	n/a	n/a	n/a	n/a
CH Robinson Worldwide Inc	USD	11'786	12'830	987	13.0x	12.1x	11.5x
DSV A/S	DKK	79'452	86'235	6'255	13.8x	12.8x	12.0x
Expeditors International of Washington Inc	USD	12'064	11'075	839	13.2x	12.4x	11.8x
Hitachi Transport System Ltd	JPY	348'036	490'680	50'806	9.7x	9.2x	8.8x
ID Logistics Group	EUR	688	730	79	9.2x	7.7x	6.9x
Kerry Logistics Network Ltd	HKD	19'758	26'910	2'892	9.3x	8.6x	8.0x
Kuehne + Nagel International AG	CHF	15'162	15'354	1'221	12.6x	11.7x	10.9x
Nippon Express Co Ltd	JPY	587'569	950'632	125'946	7.5x	7.3x	7.1x
Panalpina Welttransport Holding AG	CHF	3'110	3'275	267	12.3x	10.9x	9.6x
Sinotrans Ltd	CNY	18'063	25'370	4'498	5.6x	5.4x	4.8x
Wincanton PLC	GBP	304	364	64	5.7x	5.4x	5.2x
XPO Logistics Inc	USD	7'792	12'060	1'577	7.6x	6.8x	6.0x
Quartile 75%					13.0x	11.7x	10.9x
Médiane					9.7x	9.2x	8.8x
Quartile 25%					7.6x	7.3x	6.9x

Remarques

*) net debt incl. engagements de retraite nets

Source: Bloomberg.

4.4 Transaction Multiples

Date	Entreprise visée	Acheteur/Investisseur	Valeur de fonds propres (100%) en mns CHF	Valeur d'entreprise (EV. 100%) en mns CHF	EV/EBITDA
Apr 2014	XPO Intermodal Inc	XPO Logistics Inc	272	237	11.7x
Dec 2014	Contrans Group Inc	TFI International Inc	419	528	7.7x
Jun 2015	Matson Alaska Inc	Matson Inc	28	538	6.4x
Jun 2015	XPO Logistics Europe SADIR	XPO Logistics Inc	2'241	3'102	9.0x
Oct 2015	XPO CNW Inc	XPO Logistics Inc	2'664	2'947	5.9x
May 2016	Hitachi Transport System Ltd	SG Holdings Co Ltd	n/a	2'584	7.5x
Jul 2016	Trimac Transportation Ltd	Trimac Holdings Ltd	132	207	5.4x
Jan 2017	Pekaes SA	KH Logistyka Sp zoo Spk, PEK II SCSp	109	109	12.2x
Dec 2018	Sinotrans Air Transportation Development Co Ltd	Sinotrans Ltd	1'813	1'813	171.7x
Mar 2018	Traconf Srl	Nippon Express Co Ltd	168	168	24.3x
Quartile 75%			1813	2'391	12.1x
Médiane			272	533	8.4x
Quartile 25%			132	215	6.7x

Source: Bloomberg.

4.5 Analyse des primes dans le cadre d'offres publiques d'acquisition en Suisse depuis 2011¹⁶

Année	Entreprise visée	Acheteur/Investisseur	Prix de l'offre (en CHF)	VWAP 60 jours (en CHF)	Prime	Taux de réussite
2011	Newave Energy Holding SA	ABB Schweiz AG	56.0	41.2	35.9%	95.3%
2011	Escor Casinos & Entertainment AG	Highlight Communications AG	17.5	17.4	0.4%	39.2%
2011	Schulthess Group AG	NIBE Industrier AB	59.2	47.9	23.6%	95.0%
2011	Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen II AG	350.0	326.9	7.1%	72.2%
2011	Edipresse SA	Lamunière S.A., Epalinges, Suisse; registered shares	90.0	69.1	30.2%	37.6%
2011	Edipresse SA	Lamunière S.A., Epalinges, Suisse; bearer shares	450.0	324.7	38.6%	37.6%
2011	EGL AG	Axpo Holding AG	850.0	703.7	20.8%	98.0%
2013	Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	115.0	75.3	52.8%	93.6%
2013	Fortimo Group AG	Forty Plus AG, Fortimo Group	136.0	114.3	19.0%	98.6%
2013	Tornos Holding AG	Walter Fust	4.7	4.5	3.8%	14.3%
2014	Swisslog Holding	KUKA Aktiengesellschaft	1.4	1.2	14.4%	92.2%
2014	Advanced Digital Broadcast Holding SA	4T S.A	15.5	12.9	20.2%	73.4%
2014	Nobel Biocare Holding AG	Danaher Corporation	17.1	16.0	6.7%	77.2%
2014	National Versicherung	Helvetia Holding aG	80.0	60.1	33.2%	95.4%
2015	Micronas Semiconductor Holding AG	TDK Corporation	7.5	4.4	70.5%	90.5%
2016	Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding IV Sarl (EQT)	370.0	275.6	34.3%	87.2%
2016	Syngenta AG	CNAC Saturn (NL) B.V. (ChemChina)	489.0	370.7	31.9%	94.7%
2016	gategroup Holding AG	HNA Aviation Air Catering Holding Co.	53.0	38.7	37.0%	96.1%
2016	Charles Vögele AG	Sempione Retail AG (OVS)	6.4	6.4	0.0%	94.1%
2016	Looser Holding AG	AFG Arbonia-Foster Holding AG	106.8	67.6	58.0%	94.7%
2017	Actelion Ltd	Janssen Holding GmbH (Johnson & Johnson)	280.0	191.2	46.4%	92.5%
2018	Goldbach Medien	Tamedia	35.5	24.2	46.6%	96.9%
2018	Hügli Holding AG	Bell Food Group AG	915.0	800.0	14.4%	97.6%
2018	Bank Cler AG	Basler Kantonalbank	52.0	42.3	22.9%	93.3%
Quartile 75%					37.4%	95.3%
Médiane					26.9%	93.4%
Quartile 25%					14.4%	76.2%

Source : COPA.

¹⁶ La liste comprend les offres publiques d'achat volontaires en espèces et exclut les offres publiques d'achat pour les sociétés d'investissement et les sociétés immobilières.

4.6 Liste des abréviations

aj.	ajusté
actions	actions nominatives de CEVA (avec restrictions de transmissibilité) d'une valeur nominale de CHF 0.10 chacune
CAPM	Capital Asset Pricing Model (modèle d'évaluation des actifs financiers)
CCLog	activités de gestion de fret de CMA CGM
CEVA	CEVA Logistics SA
CHF	franc suisse
CMA CGM	CMA CGM S.A.
COPA	Commission des OPA
DCF	discounted cash flow (actualisation des flux de trésorerie)
DSV	DSV S/A
EBITDA	earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (recettes avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement)
EUR	euro
EV	Valeur d'entreprise
FCF	free cash flows (flux de trésorerie disponible)
IFBC	IFBC AG
IPO	initial public offering (offre publique initiale)
ML	Monnaie local
offre publique d'acquisition	offre de CMA CGM de CHF 30.00 par action CEVA
p.	page

pdb	point de basis
SLI	Swiss Leader Index
TV	terminal value (valeur finale)
VWAP	volume weighted average price (prix moyen pondéré par le volume)

