



EXPERTISE D'ÉVALUATION

HÜGLI HOLDING SA

23 FÉVRIER 2018

TABLES DES MATIÈRES

1	Introduction	4
	Situation initiale	5
	Mandat de BDO et bases d'information	6
	Approche et principes d'évaluation	7
	Procédure d'évaluation et méthodes d'évaluation	8
2	Hügli Holding SA	9
	Histoire et activité	10
	Divisions	11
	Segments géographiques	13
	Données financières historique	14
3	Considérations liées à l'évaluation	16
	Méthodologie	17
	Méthodes d'évaluation	18
	Méthode DCF	19
	Détermination des coûts de capital	20
	Valeur par action selon méthode DCF	21
	Méthodes de la valeur marché	22
	Multiplés de transactions	23
	Analyse de la liquidité de l'action Hügli	24
	Analyse du cours des actions	25
	Estimations et prévisions des analystes concernant Hügli	26
4	Résultat des considérations liées à l'évaluation	27
	Conclusions	28

Tables des matières

5	Annexes	29
	Analyse du bêta - Sociétés comparables	30
	Multiplés boursiers - Sociétés comparables	31
	Multiplés de transactions - Secteur et sociétés comparables	32
	Abréviations et définitions	33

INTRODUCTION

Thèmes	Page
Situation initiale	5
Mandat de BDO et base d'information	6
Approche de principes d'évaluation	7
Procédure d'évaluation et méthodes d'évaluation	8

SITUATION INITIALE

Société cible			
Société	No. de valeur	Ticker	Place boursière
Hügli Holding AG	464'795	HUE	SIX Swiss Exchange

Source: SIX Swiss Exchange

Offre

- Conformément à l'offre d'achat du 26 février 2018, le groupe Bell Food («Bell» ou «offrante») soumet une offre publique d'achat («offre») pour l'ensemble des actions au porteur de Hügli Holding SA («Hügli» ou «société cible») qui se trouvent en mains du public d'une valeur nominale de CHF 1 par action. L'offre a fait l'objet d'une annonce préalable le 15 janvier 2018.
- La société cible est une société anonyme de droit suisse dont le siège social se trouve à Steinach. L'entreprise a été fondée en 1935. Les actions de la société sont cotées à la SIX Swiss Exchange («SIX») depuis 1986.
- L'offre pour les actions au porteur de Hügli se trouvant en mains du public consiste en une offre en espèces de CHF 915,00 par action conformément au prospectus d'offre.

Bases légales

- Le volume de négoce des actions au porteur Hügli a été, au cours de la période sous revue précédant la publication de l'annonce préalable (janvier 2017 à décembre 2017 compris), inférieur durant cinq mois sur douze au seuil de liquidité de 0,0400% par rapport au free float (flottant).
- Par conséquent, les actions au porteur de Hügli doivent être considérées comme illiquides conformément à la circulaire COPA n° 2 du 4 mars 2010 («Liquidité au sens du droit des OPA») (voir également le chapitre «Considération liée à la valeur» du présent rapport d'évaluation).
- Si les actions de la société cible ne sont pas liquides avant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, l'évaluation d'un organe de contrôle doit être utilisée conformément à l'art. 42 al. 4 de l'Ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers (OIMF-FINMA).
- Le rapport de l'organe de contrôle décrit les méthodes d'évaluation appliquées et les bases d'évaluation utilisées et précise si et dans quelle mesure la détermination du prix minimum doit être basée sur le cours boursier ou sur la valeur d'entreprise calculée.

MANDAT DE BDO ET BASES D'INFORMATION

Résumé du mandat de BDO

BDO procède à une évaluation indépendante pour le calcul du prix minimum dans le cadre de la publication de l'offre publique d'achat de Bell pour toutes les actions au porteur Hügli qui se trouvent en mains du public.

Principales données de base / sources

Comptes annuels publiés
Comptes annuels contrôlés et publiés publiquement pour les années 2014, 2015, 2016.

Autres informations publiées, communiqués de presse, présentations des analystes, chiffres clés et compte semestriel 2017

Extrapolations / Business Plan
Extrapolation pour l'année 2017
Business plan actuel 2018-2020 approuvé par le Conseil d'administration de la société cible

Données du marché financier
Thomson Reuters EIKON, SIX Swiss Exchange, mergermarket.com

Mandat de BDO

- Compte tenu de la situation initiale exposée ci-dessus, Bell a chargé BDO SA, Zurich («BDO» ou «nous») de procéder à une évaluation indépendante des actions au porteur illiquides de la société cible. Les détails ont été définis dans la confirmation de mandat du 6 décembre 2017.
- La date d'évaluation a été fixée au 26 février 2018, date de la soumission de l'offre pour toutes les actions au porteur de la société qui se trouvent en mains du public.
- La présente expertise d'évaluation ne constitue en aucun cas une recommandation d'accepter ou de rejeter l'offre publique d'achat. En outre, elle ne contient aucune estimation des répercussions susceptibles de découler d'une acceptation ou d'un rejet de l'offre, ni aucune déclaration sur la valeur future d'une action au porteur de la société cible non proposée dans le cadre de la présente offre.

Bases d'informations

- La détermination de la valeur est basée sur des données financières historiques ainsi que sur des chiffres prévisionnels et des informations qui nous ont été fournis par la direction de Hügli ou qui ont été obtenus directement sur le site Internet de la société. Ces documents et informations figurent dans le tableau ci-contre.
- Nous avons également eu la possibilité d'adresser des questions écrites et orales à la direction de la société cible et d'examiner et de discuter les informations reçues et l'évolution planifiée.
- La présente évaluation repose en grande partie sur des informations qui nous ont été fournies par la société cible. Notre responsabilité se limite à l'analyse minutieuse et professionnelle de ces informations.
- Lors de l'établissement de l'expertise d'évaluation, BDO a supposé que les informations financières et autres données sur Hügli était correctes et complètes. BDO s'est appuyée sur ces informations sans assumer la responsabilité de leur examen indépendant.
- Dans ce contexte, BDO s'est vue confirmer par la direction de Hügli que celle-ci n'avait connaissance d'aucun fait ni d'aucune circonstance en vertu desquels les informations et les documents mis à disposition pourraient être incomplets, incorrects ou trompeurs.
- Les informations et les critères qui figurent dans ce document s'appuient sur l'environnement économique, le contexte de marché et des entreprises en vigueur le 23 février 2018. Des circonstances ultérieures peuvent avoir des répercussions sur les informations qui ont été utilisées comme base de la présente analyse. BDO n'est pas tenue d'actualiser, de vérifier ou de confirmer ultérieurement les informations contenues dans ce document.

APPROCHE ET PRINCIPES D'ÉVALUATION

Calcul du nombre d'actions pertinentes		
	Nombre d'actions	
	Actions au porteur CHF 0.5 valeur nominale	Actions nominatives CHF 1 valeur nominale
Actions émises	410'000	280'000
Actions propres totales	0	1'369
Actions en circulation totales	410'000	278'631
Equivalent actions nominatives des actions au porteur		205'000
Equivalents d'action au porteur totales		483'631

Source: Hügli Holding AG

Approche

- BDO s'est basée sur ses propres considérations sur la valeur pour l'évaluation d'une action au porteur de Hügli. Pour nos travaux, nous avons pour l'essentiel suivi les étapes suivantes:
 - collecte et analyse des informations pertinentes;
 - interviews et questions écrites à la direction de Hügli;
 - étude de marché sur l'industrie (analyse d'entreprises comparables et création d'un groupe comparatif)
 - considérations liées à l'évaluation de Hügli sur la base de méthodes d'évaluation appropriées et reconnues;
 - détermination finale de la valeur par BDO.
- La présente évaluation a été établie par nos soins du point de vue des actionnaires publics de Hügli. Il n'a pas été tenu compte des conséquences fiscales et autres effets que l'acceptation de l'offre pourrait avoir sur les actionnaires. Une telle prise en compte n'est pas envisageable en raison de la diversité des conditions individuelles des différents actionnaires.

Nombre d'actions prises en compte

- Le capital-actions de Hügli est constitué à la date d'évaluation de 280'000 actions au porteur émises cotées d'une valeur nominale de CHF 1 par action et de 410 000 actions nominatives non cotées d'une valeur nominale de CHF 0,50 par action, ce qui correspond à l'équivalent de 205 000 actions au porteur. En outre, la société détient elle-même, à la date de l'évaluation, 1369 actions au porteur qui sont déduites du nombre total d'actions en circulation.
- Sur la base de ce calcul, il en résulte un total de 483 631 équivalents d'action au porteur, comme le montre la figure ci-contre.

Principes d'évaluation

- Pour Hügli, le prix minimum par action au porteur sera déterminé le 26 février 2018. Ce faisant, nous sommes partis du principe que Hügli poursuivra son activité de manière indépendante («Going Concern»).
- L'évaluation est basée sur le modèle d'affaires actuel respectivement sur l'orientation opérationnelle actuelle de Hügli. Il n'a pas été tenu compte des effets de futures reprises et des synergies potentielles pouvant résulter d'une coopération avec les investisseurs. Nos travaux sont donc fondés sur une approche «stand-alone».

PROCÉDURE D'ÉVALUATION ET MÉTHODES D'ÉVALUATION

Méthodes d'évaluation

Méthode du Discounted Cash Flow («Méthode DCF»)

Multiples de marché:

- Analyse de sociétés comparables (Trading Multiples)
- Transaction comparables (Transaction Multiples)

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

Choix des méthodes d'évaluation et procédure

- En règle générale, le cours boursier d'une société cotée constitue une indication suffisante pour déterminer la valeur d'une action ou la valeur d'une entreprise. Cela suppose toutefois que le marché soit suffisamment liquide, c'est-à-dire qu'un nombre suffisant d'actions de la société soit régulièrement négocié. La Circulaire n° 2 de la Commission des OPA suisse définit le critère permettant de déterminer si le marché des actions est suffisamment liquide. Comme indiqué au chapitre suivant «Considération liée à la valeur», le marché des actions de Hügli n'est pas suffisamment liquide. Par conséquent, le cours boursier n'est pas une base appropriée pour le prix minimum. Pour déterminer la juste valeur d'une action de Hügli, des méthodes d'évaluation alternatives sont donc utilisées, comme indiqué dans le tableau ci-contre.
- La valeur d'entreprise de Hügli et la valeur qui en résulte par action au porteur de Hügli ont été déterminées en premier lieu sur la base de la méthode du Discounted Cash Flow («Méthode DCF»). Dans le cadre de cette analyse, des analyses de sensibilité ont été effectuées en modifiant divers vecteurs de croissance pertinents.
- Des méthodes d'évaluation complémentaires telles qu'une analyse de sociétés comparables (analyse des groupes comparatifs) et des transactions industrielles historiques ont été utilisées pour valider la plausibilité des résultats obtenus avec cette méthode.
- Analyse historique des prix payés par action et le volume de négoce à la SIX, ce dernier également du point de vue de la liquidité au sens de la LIMF ou de la Circulaire n° 2 de la Commission des OPA suisse, ont également été analysés.
- L'évaluation est basée sur les hypothèses formulées dans la planification établie par la direction de Hügli pour les trois prochaines années et sur d'autres informations qui nous ont été fournies. Les informations mises à notre disposition par Hügli ne contenaient pas d'hypothèse technique sur l'évaluation, telles que les coûts du capital.

HÜGLI HOLDING SA

Thèmes	Page
Histoire et activité	10
Divisions	11
Segments géographiques	13
Données financières historiques	14

HISTOIRE ET ACTIVITÉ

Hügli Holding SA

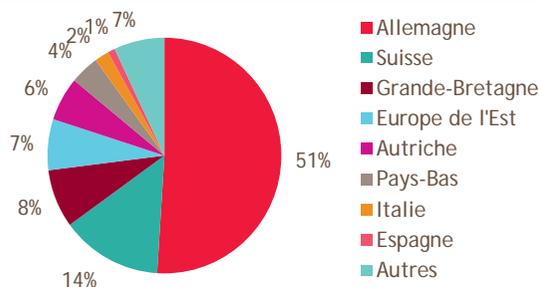


Source: Hügli

Divisions

Divisions jusqu'en 2016	Part du chiffre d'affaires 2016
Food Service	39%
Private Label	20%
Brand Solutions	13%
Food Industry	9%
Consumer Brands	15%
Autres	4%
Divisions à partir de 2017	Part du chiffre d'affaires attendu
Food Service	35% - 40%
Consumer Brands	10% - 15%
Customer Solutions	35% - 40%
Food Ingredients	5% - 10%

Chiffre d'affaires par pays de distribution 2016



Source: Rapport annuel 2016 Hügli

Historique

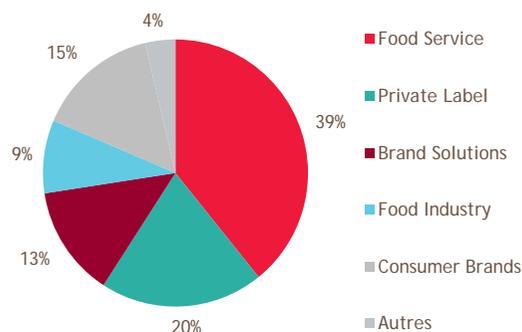
- Hügli est une entreprise agroalimentaire fondée en Suisse et axée sur le marché national et international. Fondée en 1935 par Beat Stoffel en tant que producteur de cubes de bouillon de fabrication industrielle, Hügli est aujourd'hui l'une des premières entreprises agroalimentaires européennes dans les domaines du développement, de la production et de la commercialisation d'aliments dans le secteur des produits de «convenience».
- En 1959, la création d'une filiale en Autriche est le premier pas à l'étranger. En 1964, le second pas, et en même temps la première acquisition, suit avec l'achat des usines Radolf à Radolfzell (Allemagne).
- En 1986, Hügli fait son entrée en Bourse avec des actions cotées à la SIX. L'actionnaire principal de la société est la famille Stoffel, qui détient à la date de l'évaluation 50,5% du capital-actions ou 65,2% des droits de vote via Dr. A. Stoffel Holding SA.
- Hügli emploie actuellement près de 1500 personnes sur dix sites opérationnels et cinq sociétés de distribution dans onze pays européens.
- Au cours de l'exercice 2016, Hügli a réalisé un chiffre d'affaires net de CHF 385,2 millions et un EBITDA de CHF 42,8 millions.

Modèle d'affaires

- Jusqu'à la fin de l'exercice 2016, Hügli comprenait les cinq divisions commerciales suivantes: Food Service, Private Label, Brand Solutions, Food Industry et Consumer Brands, toutes orientées sur les besoins des clients.
- Au début de l'exercice 2017, les divisions Private Label, Brand Solutions et Food Industry ont été fusionnées dans la nouvelle division Customer Solutions, un autre domaine de l'ancienne division Food Industry «produits semi-finis» a été intégré à la division Food Ingredients nouvellement créée. Les divisions Food Service et Consumer Brands ont été conservées. Hügli comprend donc à compter de 2017 quatre divisions. Le reporting avec la nouvelle divisionalisation aura lieu pour la première fois pour l'exercice 2017. Les chiffres et les informations n'étaient pas encore disponibles lors de la remise du présent rapport, c'est pourquoi nous nous sommes appuyés sur les informations du rapport de gestion 2016 avec l'ancienne structure.
- Depuis 2005, Hügli a réalisé plusieurs acquisitions stratégiques dans le cadre de l'élargissement de sa gamme de produits, du développement des technologies de production et de l'entrée sur le marché de nouveaux pays:
 - 17 août 2005: Inter-Planing GmbH, Allemagne
 - 8 septembre 2005: Supro AG, Suisse
 - 26 juin 2007: ALI-BIG Industria Alimentare s.r.l., Italie
 - 4 février 2008: Contract Foods Limited, Grande-Bretagne
 - 23 août 2016: acquisition de 80% des actions de Bresc B.V., Pays-Bas (rétroactive au 1^{er} janvier 2016)

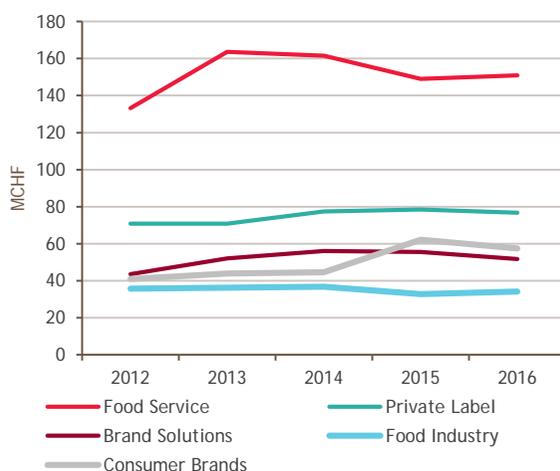
DIVISIONS

Part des divisions dans le chiffre d'affaires



Source: Rapport annuel 2016 Hügli

Evolution du chiffre d'affaires par division



Source: Rapport annuel 2016 Hügli

Division Food Service (à partir de 2017 demeure division Food Service)

- La division Food Service se concentre exclusivement sur le marché de la restauration hors foyer. Environ 40 000 clients, notamment dans les segments restauration, hôtellerie, cantine, hôpitaux et traiteurs sont approvisionnés.
- Outre l'assortiment principal composé de sauces, bouillons et soupes, la gamme de produits comprend également d'autres produits tels que les produits pour desserts, produits de base, assaisonnements et spécialités italiennes. D'autres marchandises sélectionnées sont proposées suivant les pays.
- Les produits sont vendus sous les marques Hügli, Supro, Tutto Gusto et Vogeley.
- Cette division présente les plus gros chiffres d'affaires au sein de Hügli. En 2016, un chiffre d'affaires net de CHF 151 millions a été réalisé, soit environ 39% du chiffre d'affaires total de Hügli.

Division Private Label (à partir de 2017 incluse dans la division Consumer Solutions)

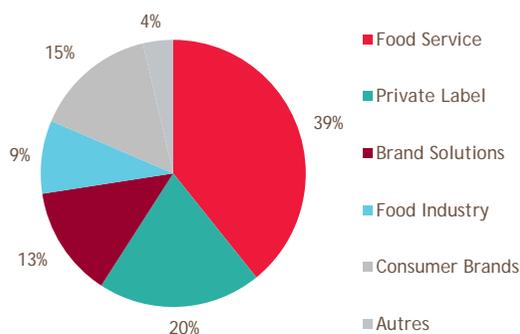
- La division Private Label se concentre sur les produits individuels destinés à la clientèle des détaillants. Ceux-ci sont actuellement commercialisés dans 33 pays européens.
- Outre les produits Hügli traditionnels classiques que sont les soupes, sauces et bouillons, le portefeuille de produits comprend également des plats préparés.
- En 2016, la division a réalisé un chiffre d'affaires net de près de CHF 77 millions, ce qui correspond à environ 20% du chiffre d'affaires total de Hügli.
- Comme mentionné ci-dessus, cette division fait partie depuis 2017 de la nouvelle division Consumer Solutions.

Division Brand Solutions (à partir de 2017 incluse dans la division Consumer Solutions)

- Cette division offre aux propriétaires de marques sans production propre une offre complète de services orientés vers le client, allant du conseil pour les nouveaux produits au produit fini en passant par le développement de produits et la conception d'emballages.
- L'offre comprend tous les produits classiques Hügli ainsi que les domaines de la gestion du poids, des compléments alimentaires et des produits secs en qualité biologique.
- Cette division est présente principalement en Suisse, en Allemagne et en Grande-Bretagne.
- En 2016, cette division a réalisé un chiffre d'affaires net de près de CHF 52 millions, soit environ 13% du chiffre d'affaires total.
- Comme mentionné ci-dessus, cette division fait partie depuis 2017 de la nouvelle division Consumer Solutions.

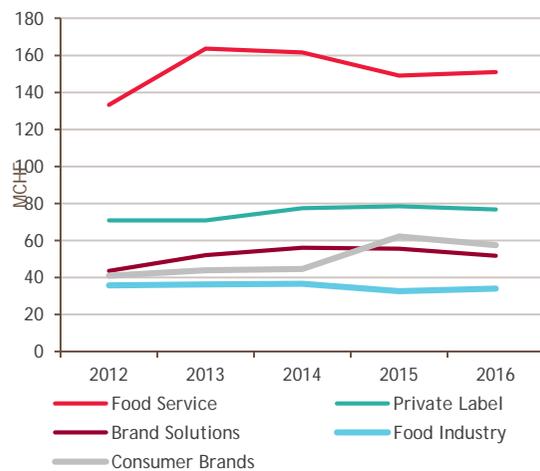
Divisions

Part des divisions dans le chiffre d'affaires



Source: Rapport annuel 2016 Hügli

Evolution du chiffre d'affaires par division



Source: Rapport annuel 2016 Hügli

Division Food Industry (à partir de 2017 incluse dans la division Consumer Solutions - intégration du domaine produits semi-finis dans Food Ingredients)

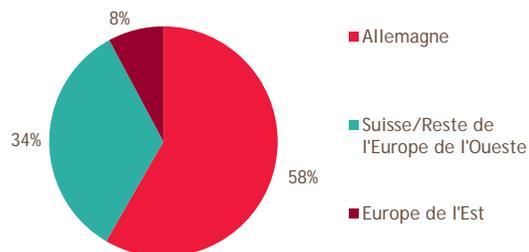
- Les clients de la division Food Industry sont, d'une part, des groupes mondiaux de l'industrie alimentaire et, d'autre part, des fabricants de denrées alimentaires de taille moyenne.
- Les clients reçoivent de la part de Hügli des préemballages sous leurs marques dans les catégories de produits classiques: soupes, sauces, bouillons, plats préparés, desserts, assaisonnements, sauces tomates et compléments alimentaires.
- Les clients sont, de plus, approvisionnés avec des composants aromatisants (ingrédients) pour la transformation ultérieure. Au début de l'année 2017, ce domaine a été intégré à la division Food Ingredients nouvellement créée.
- En 2016, cette division a réalisé un chiffre d'affaires net de CHF 34,1 millions, soit environ 9% du chiffre d'affaires total.
- Comme mentionné ci-dessus, à l'exception du domaine des produits semi-finis, cette division fait partie depuis 2017 de la nouvelle division Consumer Solutions.

Division Consumer Brands (à partir de 2017 demeure division Consumer Brands)

- Cette division commercialise les marques de Hügli par l'intermédiaire de différents canaux de distribution en Europe, en particulier en Allemagne. La commercialisation est réalisée dans des emballages grand public, directement destinés à la vente en magasins.
- Les marques distribuées comprennent EDEN, Heirler (substituts de viande) et granoVita, qui sont vendues dans des magasins de produits naturels, ainsi que Erntesegen et Natur Compagnie disponibles dans les magasins bio. Cenovis est un produit pour le commerce de détail classique. Les marques Tellofix et Oscho sont principalement proposées par des revendeurs directs et des commerçants spécialisés dans la vente par correspondance.
- En 2016, la division a réalisé un chiffre d'affaires net de CHF 57 millions, ce qui représente environ 15% du chiffre d'affaires total de Hügli.

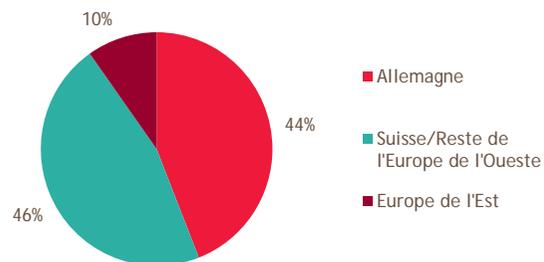
SEGMENTS GÉOGRAPHIQUES

Répartition du chiffre d'affaires par segment géographique



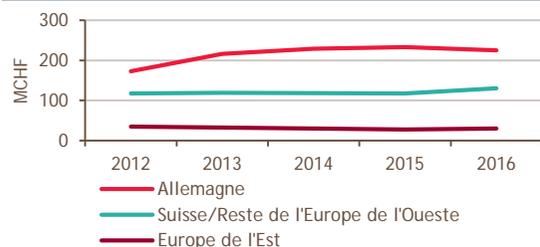
Source: Rapport annuel 2016 Hügli

Répartition de l'EBIT par segment géographique



Source: Rapport annuel 2016 Hügli

Evolution du chiffre d'affaires des segments géographiques



Source: Rapport annuel 2016 Hügli

Segment Allemagne

- Le segment Allemagne comprend le site de production avec les usines à Radolfzell, Neuburg an der Kammel et Ulm.
- Radolfzell, le plus grand site de production de Hügli, produit pour les cinq divisions (respectivement quatre depuis 2017). L'accent est mis sur la production de soupes, de sauces et de plats préparés en petits conditionnements, ces derniers pour la division Private Label. Les boîtes de conserve sont remplies sur le site de Neuburg an der Kammel et les substituts de viande sont fabriqués à l'usine d'Ulm.
- En 2016, le segment Allemagne a réalisé un chiffre d'affaires net de CHF 225 millions avec des tiers, soit 58% du chiffre d'affaires total de Hügli. L'EBIT généré au cours de la même période s'élève à CHF 13 millions, soit 44% du résultat total au niveau EBIT.

Segment Suisse/autres pays de l'Europe occidentale

- Ce segment comprend la Suisse, l'Autriche, l'Italie, la Grande-Bretagne, l'Espagne et les Pays-Bas.
 - Les sites de production sont situés à Steinach et Saint-Gall. Le site de Steinach est spécialisé dans la production de préparations sèches, tandis que les produits liquides (assaisonnements de salades et sauces d'accompagnement) sont fabriqués sur le site de Saint-Gall.
 - En Italie, les sauces de pâtes liquides, les soupes liquides et les pâtes à tartiner sont produites dans des bocaux en verre. De plus, une gamme de produits de détail (légumes grillés, artichauts et champignons dans l'huile) est commercialisée pour la division Food Service.
 - En Grande-Bretagne sont produites des préparations sèches pour compléments alimentaires.
 - Le site de production en Espagne est spécialisé dans la production de pâtes à tartiner à base de levure.
 - Bresc B. V. aux Pays-Bas est spécialisée dans la production de produits réfrigérés à base d'ail frais ou d'herbes aromatiques fraîches pour le marché de la gastronomie.
- Le segment Suisse/autres pays de l'Europe occidentale a réalisé en 2016 un chiffre d'affaires net de CHF 130 millions avec des tiers, soit 33% du chiffre d'affaires total de Hügli. L'EBIT de CHF 13 millions, soit 46% de l'EBIT de Hügli, est comparable à la contribution du segment Allemagne.

Segment Europe de l'Est

- En Europe de l'Est sont traités les marchés Food Service et Private Label. La production pour l'Europe de l'Est a lieu dans le site à Zámusky (République tchèque), à partir duquel sont effectuées les livraisons des sociétés de vente propres et des marchés d'exportation pour la République tchèque, la Slovaquie, la Pologne et la Hongrie.
- Le segment Europe de l'Est a réalisé en 2016 un chiffre d'affaires net de CHF 30 millions avec des tiers, soit 8% du chiffre d'affaires total de Hügli. L'EBIT de CHF 3 millions représente 10% de l'EBIT de Hügli.

DONNÉES FINANCIÈRES HISTORIQUE

Chiffres-clés du compte de résultat

Compte de résultat (en Mio. CHF)	2012	2013	2014	2015	2016
Selon Swiss GAAP FER					
Chiffre d'affaires	324.8	367.3	377.0	378.3	385.2
EBITDA	33.6	42.8	45.9	44.0	42.8
EBIT	21.5	29.3	32.3	30.6	28.6
Bénéfice net	15.0	20.8	23.4	23.3	22.3

Chiffres-clés					
Croissances des revenus	n.a.	13.1%	2.6%	0.4%	1.8%
EBITDA	10.3%	11.7%	12.2%	11.6%	11.1%
EBIT	6.6%	8.0%	8.6%	8.1%	7.4%

Source: Rapport annuel 2016 Hügli

Chiffres-clés semestriel (à la date du 30 juin)

Compte de résultat (en Mio. CHF)	H1 2012	H1 2013	H1 2014	H1 2015	H1 2016	H1 2017
Selon Swiss GAAP FER						
Chiffre d'affaires	164.4	182.4	185.0	187.0	196.4	185.7
EBITDA	18.4	20.8	22.9	22.7	24.1	21.1
EBIT	12.3	14.0	16.0	16.3	17.0	13.9
Bénéfice net	8.5	10.0	11.7	11.9	12.4	10.9

Chiffres-clés						
Croissances des revenus	n.a.	10.9%	1.4%	1.1%	5.0%	-5.4%
EBITDA	11.2%	11.4%	12.4%	12.1%	12.3%	11.4%
EBIT	7.5%	7.7%	8.6%	8.7%	8.7%	7.5%

Source: Rapport semestriel 2017 Hügli

Evolution du chiffre d'affaires au cours des exercices 2012 à 2016

- La croissance du chiffre d'affaires entre 2015 et 2016 est principalement due à une légère hausse des taux de change et à l'acquisition de Bresc B. V.
- Au cours de l'exercice 2016 écoulé, le marché dans son ensemble a été caractérisé par une concurrence accrue, en particulier dans le plus grand segment de pays, l'Allemagne, réduisant le nombre d'appels d'offres remportés. Des commandes de production existantes ont été, en outre, abandonnées en raison de marges insuffisantes.
- En comparaison historique sur les cinq derniers exercices, Hügli a réalisé un chiffre d'affaires net moyen de CHF 371 millions.
- Outre les conditions de marché, les fluctuations historiques du chiffre d'affaires sont également influencées par les effets de change (EUR, GBP) et les acquisitions réalisées.

Résultats d'exploitation au cours des exercices 2012 à 2016

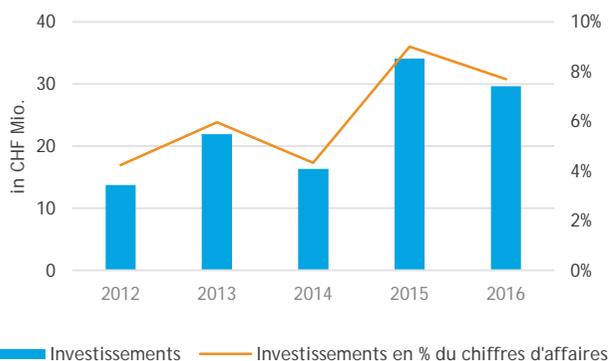
- Malgré la gestion continue des coûts d'exploitation, l'EBITDA publié a diminué de moins 2,6% à CHF 42,8 millions entre 2015 et 2016, tandis que l'EBIT publié a diminué de moins 6,4% à CHF 28,6 millions au cours de la même période. Les coûts d'exploitation plus élevés s'expliquent par les autres coûts d'exploitation, à l'exception des frais de personnel. Les coûts des domaines de la production, de l'informatique, du développement et de la gestion de la qualité ont augmenté du fait de la croissance et de la mise en œuvre de diverses initiatives d'amélioration.

1^{er} semestre 2017

- A la date de la remise du présent rapport d'évaluation, les chiffres de l'exercice 2017 n'avaient pas encore été publiés. Les derniers chiffres publiés font référence au premier semestre 2017.
- Les activités de Hügli ne sont soumises à aucune influence saisonnière semestrielle régulière, quoique des variations importantes au niveau des prix des matières premières et des taux de change ainsi que des variations cycliques de la demande des principaux clients puissent avoir des répercussions.
- En comparaison historique sur les cinq dernières années, le chiffre d'affaires semestriel moyen s'élève à CHF 183 millions, ce qui correspond à environ 49,3% du chiffre d'affaires net annuel moyen de CHF 371 millions mentionné plus haut. L'EBITDA semestriel moyen représente avec près de 53% environ la moitié de l'EBITDA annuel moyen.
- Le 31 Janvier 2018 Hügli a communiqué le chiffre d'affaire de CHF 384 Million pour l'année 2017. Le chiffre d'affaire correspond aux prévisions du premier semestre 2017, mais représente une réduction de 0.3% par rapport à l'année précédente.

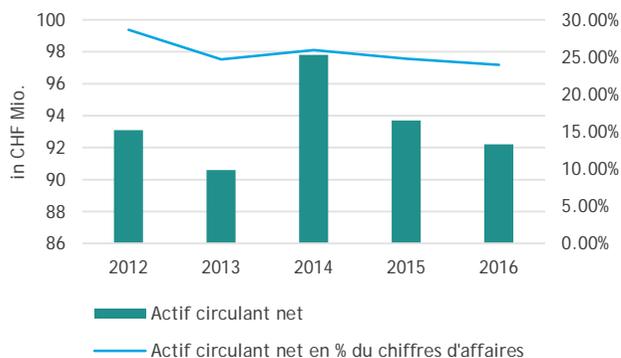
Données financières historique

Investissements en % du chiffre d'affaires



Source: Rapport annuel 2016 Hügli

Actif circulant net en % du chiffre d'affaires



Source: Rapport annuel 2016 Hügli

Investissements (CAPEX)

- Entre 2012 et 2014 inclus, Hügli a investi en moyenne CHF 17 millions par an en immobilisations corporelles et incorporelles.
- Au cours des années 2015 (CHF 34 millions, environ 9% du chiffre d'affaires) et 2016 (CHF 30 millions, environ 8% du chiffre d'affaires), Hügli a investi massivement dans un nouveau bâtiment sur le site de production de Radolfzell, composé d'une centrale de mélange et d'un entrepôt à rayonnages en hauteur directement raccordé.
- Hügli dispose ainsi de l'une des installations de mélange à sec les plus modernes d'Europe. Grâce à l'automatisation et à l'assurance qualité stable qui en résultent, Hügli sera en mesure d'augmenter l'efficacité de la production, d'économiser les coûts logistiques et par conséquent de réduire les coûts de production.
- Dans un environnement toujours plus compétitif, la réduction des coûts de production est un facteur clé de réussite économique durable.

Actif circulant net

- Au cours de la période historique allant de 2012 à 2016 incluse, l'actif circulant net s'est établi en moyenne à près de 26% du chiffre d'affaires net.

CONSIDÉRATIONS LIÉES À L'ÉVALUATION

Thèmes	Page
Méthodologie	17
Méthodes d'évaluation	18
Méthode DCF	19
Détermination des coûts de capital	20
Valeur par action selon méthode DCF	21
Méthodes de la valeur marche - multiples boursiers	22
Méthodes de la valeur marche - multiple de transactions	23
Analyse de la liquidité de l'action Hügli	24
Analyse du cours des actions	25
Estimations et prévisions des analystes concernant Hügli	26

MÉTHODOLOGIE

Calcul du nombre d'actions pertinentes		
	Nombre d'actions	
	Actions au porteur CHF 0.5 valeur nominale	Actions nominatives CHF 1 valeur nominale
Actions émises	410'000	280'000
Actions propres totales	0	1'369
Actions en circulation totales	410'000	278'631
Equivalent actions nominatives des actions au porteur		205'000
Equivalents d'action au porteur totales		483'631

Source: Hügli

Remarques générales

- La principale méthode d'évaluation utilisée pour calculer la juste valeur des capitaux propres de Hügli est la méthode du Discounted Cash Flow («Méthode DCF»), ce qui est conforme à la «Best Practice» actuelle.
- Nous avons examiné la plausibilité des principales hypothèses de la planification actuelle qui nous a été communiquée par la direction de Hügli. A cette fin, nous avons mené des entretiens avec la direction et nous avons comparé ces hypothèses avec les résultats historiques de Hügli, l'évolution historique et attendue des marchés, les attentes des analystes des actions, ainsi qu'avec des indicateurs de référence de la branche.
- La plausibilité du résultat de l'analyse DCF a été confirmée avec les méthodes de la valeur de marché (multiples boursiers et multiples de transactions).
- La date d'évaluation a été fixée au 26 février 2018, date à laquelle l'offre devrait être publiée. L'évaluation repose sur une approche «stand-alone» et «going-concern» et suppose une poursuite indépendante de l'activité de la société cible, sans tenir compte des synergies potentielles pouvant résulter d'une possible reprise.

Calcul de la valeur des capitaux propres par action de Hügli

- La valeur des capitaux propres par action est obtenue en divisant la valeur des capitaux propres calculée par le nombre d'actions en circulation, tel que présenté ci-contre. Les actions détenues en propre ont été exclues, afin de prendre en compte la dilution. Le nombre d'actions en circulation à la date d'évaluation est basé sur les informations fournies par la direction à cette même date. On obtient ainsi un nombre de 483 631 actions en circulation à la date d'évaluation.

MÉTHODES D'ÉVALUATION

Méthodes d'évaluation

Méthode du Discounted Cash Flow («Méthode DCF»)

Multiples de marché:

- Analyse de sociétés comparables (Trading Multiples)
- Transaction comparables (Transaction Multiples)

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

Modèles d'évaluation basés sur la valeur de rendement

Modèle DCF

- La méthode DCF est généralement reconnue pour l'évaluation d'entreprises de toutes tailles et de tous secteurs d'activité. Elle repose sur l'approche théorique selon laquelle, lors de la détermination de la valeur de l'entreprise, les recettes nettes attendues de l'investisseur peuvent être actualisées à un taux qui tient compte de la valeur temps de l'argent et du risque. Les bases de cette méthode d'évaluation sont exposées de manière détaillée dans les pages qui suivent.

Méthodes d'évaluation basées sur la valeur de marché

- Les considérations liées à l'évaluation de la valeur du marché comportent des analyses d'entreprises comparables et des transactions passées.

Multiples boursiers

- Les multiples boursiers sont calculés en comparant la valeur d'entreprises comparables cotées en bourse aux indicateurs financiers d'exploitation réalisés ou attendus.

Multiples de transactions

- Les multiples de transactions sont calculés en comparant la valeur vénale (valeur de transaction) de sociétés exerçant des activités similaires aux indicateurs financiers d'exploitation respectifs.

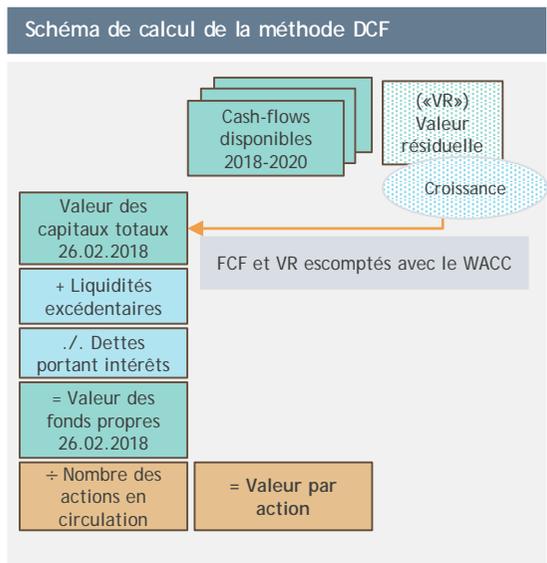
Analyse de l'évolution historique du cours des actions

- Dans le cadre d'une analyse complète, l'évolution du prix des actions payées et du volume de négoce au cours des douze derniers mois a été analysée.

MÉTHODE DCF

Schéma de calcul des cash-flow disponibles
Cash-flow (EBITDA)
./. Amortissements
= EBIT
./. Impôts
+ amortissements
./. + modifications de l'actif circulant net
./. Investissements dans les immobilisations (CAPEX)
= Free Cash-flow (FCF)

Source: BDO



Source: BDO

Méthode du Discounted Cash Flow (méthode DCF)

- La méthode DCF repose sur l'approche théorique selon laquelle, lors de la détermination de la valeur de l'entreprise, les recettes nettes attendues de l'investisseur peuvent être actualisées à un taux qui tient compte de la valeur temps de l'argent et du risque. Dans la pratique, on part des cash-flows futurs disponibles planifiés, qui dans le cadre de la méthode DCF sont déduits de la valeur actuelle.
- Les cash-flows disponibles se fondent sur les cash-flows bruts opérationnels (avant les transactions de financement) après déduction des investissements en actifs immobilisés et en actif circulant. Le taux d'actualisation calculé pour les cash-flows disponibles correspond au coût moyen du capital pondéré (Weighted Average Cost of Capital, «WACC») provenant du coût des capitaux propres et du coût des capitaux empruntés après déduction des impôts selon la part effective ou une structure de capital cible.
- Le modèle et le calcul des cash-flows disponibles s'appuient sur la planification communiquée par la direction de Hügli pour les années 2018 à 2020 incluse.
- Après la période de projection détaillée pour les années 2018 à 2020 incluse, une valeur résiduelle est calculée sur la base du modèle de croissance Gordon, en tenant compte d'une croissance perpétuelle.
- Les éventuelles liquidités excédentaires sont ajoutées à la valeur du capital global.
- Les capitaux empruntés rémunérés de la société cible sont déduits.
- La valeur des capitaux propres ainsi calculée est ensuite divisée par le nombre d'actions en circulation (équivalent d'action au porteur), permettant de déterminer la valeur d'un équivalent d'action au porteur.

DÉTERMINATION DES COÛTS DE CAPITAL

Détermination du WACC	
Détermination des coûts des fonds propres selon CAPM	
Obligation d'état pondéré CHF et EUR ¹	0.61%
Re-levered Beta avec la structure du capital visée ²	0.73
Prime de risque du marché ³	6.00%
Prime liée à la taille de l'entreprise ⁴	3.58%
Coûts de fonds propres ^C	8.56%
Détermination des coûts des capitaux étrangers	
Total des coûts des capitaux étrangers	1.11%
Déduction fiscale	21.94%
Coûts des capitaux étrangers ^B	0.87%
Structure du capital visée	
Part des fonds propres	80.00%
Part des capitaux étrangers	20.00%
WACC ^A	7.03%

Source: Calculs BDO

Sociétés comparables	
Les chiffres-clés des sociétés suivantes ont été pris en compte pour le calcul du WACC:	
<ul style="list-style-type: none"> • Greencore Group PLC • Greenyard NV • Premier Foods PLC • Orior AG • Tipiak SA • Kerry Group PLC • Nestlé SA • Frosta AG 	
Les informations sur les sociétés figurent à l'annexe 1.	

Détermination des coûts pondérés du capital

- A** Le coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital, «WACC») de 7,03% prend en compte le rendement approprié des capitaux propres ainsi que les coûts futurs escomptés des capitaux empruntés, pondérés chaque fois selon la structure du capital visée à long terme, cette structure ayant été calculée à partir de comparaisons avec des entreprises cibles cotées en Bourse comparables:

$$WACC = \frac{D}{D+E} * k_D * (1-t) + \frac{E}{D+E} * k_E$$

avec:

- D = part des capitaux empruntés
- E = part des capitaux propres
- k_D = charges d'intérêt des capitaux empruntés
- t = taux d'imposition
- k_E = coûts des capitaux propres

- B** Le coût des capitaux empruntés de 1,11% correspond aux intérêts moyens actuels de la société cible pour les dettes hypothécaires et autres prêts. Si l'on tient compte de la déductibilité fiscale («tax shield») des intérêts sur le capital emprunté, le coût de la dette s'élève à 0,87%.

- C** Le rendement des capitaux propres de 8,56% est calculé à l'aide du modèle CAPM («Capital Asset Pricing Model») comme suit:

$$k_E = i + \beta * r_M + sp$$

avec:

- C** k_E = coûts des capitaux propres
- 1** i = taux d'intérêt sans risque
- 2** B = facteur bêta propre à l'entreprise
- 3** r_M = prime de risque de marché
- 4** sp = majoration liée à la taille selon Duff & Phelps, Valuation Handbook 2016

- 1** Taux d'intérêt sans risque: le taux d'intérêt sans risque sur lequel se fondent les travaux d'évaluation indique que Hügli réalise environ 70% de son profit dans la zone euro et 30% en Suisse. Le taux d'intérêt sans risque est basé sur les rendements historiques moyens pondérés correspondants à l'échéance des emprunts d'Etat à 10 ans.
- 2** Beta: cette valeur représente le risque systématique d'une action déterminé par le CAPM. Les bêtas des groupes de pairs sont étudiés sur le marché des capitaux. La valeur des bêtas correspond à cet égard à la médiane du groupe de pairs.
- 3** Prime de risque de marché: le montant retenu de la prime de risque de marché de 6,00% est basé sur les études récentes menées par Aswath Damodaran et Duff & Phelps.
- 4** Majoration liée à la taille: la majoration liée à la taille, calculée à partir des études empiriques effectuées par Duff & Phelps, tient compte du fait que par rapport à une grande entreprise (p. ex. blue chip), un investissement dans une entreprise plus petite peut permettre d'atteindre un rendement plus élevé, quoi que plus volatile. Par conséquent, un investisseur exige, dans une entreprise plus petite, un rendement plus élevé.

VALEUR PAR ACTION SELON MÉTHODE DCF

Calcul de la valeur par action	
(CHF '000)	
Valeur actuelle free cash flow 2018-2020	59'668
Valeur résiduelle actuelle	409'001
Valeur d'entreprise au 31.12.2017	468'668
+ Liquidités excédentaires	0
- Dettes financières	-77'500
- Dettes fiscales latentes (net)	-6'000
- Prévoyance envers le personnel	-1'500
- Intérêts minoritaires	-500
Valeur des fonds propres au 31.12.2017	383'168
Valeur des fonds propres au 26.02.2018 ¹⁾	387'401
Equivalents d'action au porteur totales	483'631
Valeur par action au 26.02.2018 (en CHF)	801.03

1) Avec le WACC von 7.03%

Vue d'ensemble des paramètres d'évaluation

- Date d'évaluation: 28 février 2018
- Liquidités excédentaires: CHF 0
- Dettes financières à court terme portant intérêts: CHF 40,5 millions
- Dettes financières à long terme portant intérêts: CHF 37,0 millions
- Actifs fiscaux latents / Passifs fiscaux latents CHF 1,0 million / CHF 7,0 millions
- Taux de capitalisation: 7.03%
- Croissance perpétuelle dans l'année résiduelle: 1,60% (pondération de la zone euro et de la Suisse selon le Fonds monétaire international («FMI»))
- Actions en circulation diluées: 483 631 équivalents d'action au porteur
- Croissance du revenu net (exercices 2018 à 2020): 2.61% (CAGR)
- Taux d'imposition moyen (exercices 2018 à 2020): 21.94%
- Investissements annuels moyens (exercices 2018 à 2020): CHF 17,7 millions
- Part moyenne de l'actif circulant net dans le chiffre d'affaires: 24%
- Investissements dans l'année résiduelle: CHF 15 millions

Evaluation de Hügli

- Au 31 décembre 2017, on obtient avec la méthode DCF une valeur des capitaux propres de CHF 383,2 millions.
- Majorée des intérêts à la date de l'évaluation, le 26 février 2018, date de publication de l'offre, la valeur des capitaux propres s'élève à CHF 387,4 millions.
- Sur la base du nombre d'actions en circulation diluées de 483 631, la valeur par action s'élève à CHF 801,03. Le tableau de gauche illustre ce calcul.
- En s'appuyant sur une analyse de sensibilité concernant le taux d'actualisation et la croissance perpétuelle dans la valeur résiduelle, on obtient une fourchette de valeurs comprise entre ① CHF 722,33 et ② CHF 895,65 par action de Hügli.

Analyse de sensibilité valeur par action					
WACC	Changes croissance perpétuelle				
	-0.50%	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%
7.53%	655.85	686.42	719.57	755.63	795.01
7.28%	689.08	① 722.33	758.51	798.01	841.33
7.03%	725.11	761.39	801.03	844.48	892.34
6.78%	764.30	804.05	847.64	② 895.65	948.79
6.53%	807.10	850.83	898.99	952.29	1'011.61

MÉTHODES DE LA VALEUR MARCHÉ

Multiples boursiers

Multiple boursiers - sociétés comparables EBITDA-Multiples			
Sociétés comparables	2017e	2018e	2019e
Greencore Group PLC	9.13x	8.45x	7.99x
Greenyard NV	7.21x	7.08x	6.83x
Premier Foods PLC	6.25x	6.04x	6.03x
Orior AG	10.02x	9.68x	n.a.
Tipiak SA	n.a.	n.a.	n.a.
Kerry Group PLC	19.25x	17.91x	16.65x
Nestle SA	15.29x	14.14x	13.08x
Frosta AG	n.a.	n.a.	n.a.
Min	6.25x	6.04x	6.03x
Moyenne	11.19x	10.55x	10.11x
Médian	9.58x	9.07x	7.99x
Max	19.25x	17.91x	16.65x

Source: Thomson Reuters EIKON, calculs BDO

Calcul au moyen des multiples boursiers

- En vue de vérifier la plausibilité de l'évaluation DCF mentionnée précédemment, la valeur par action est déterminée à l'aide des multiples boursiers (Trading Multiples) sur la base d'un groupe comparatif.
- Les multiples boursiers sont calculés en comparant la valeur d'entreprises comparables cotées en bourse aux indicateurs financiers d'exploitation réalisés ou attendus.
- Les ratios calculés sont ensuite multipliés par les indicateurs financiers d'exploitation de la société à évaluer, afin d'obtenir la valeur du capital global. Afin d'obtenir la valeur des capitaux propres, les dettes financières sont ensuite déduites de cette valeur et les éventuelles liquidités non nécessaires à l'exploitation y sont ajoutées.
- Les indicateurs d'exploitation doivent tenir compte des vecteurs de valeur essentiels pour une exploitation industrielle et s'appuyer sur les calculs correspondants spécifiques au secteur. Les multiples sont orientés soit vers l'avenir (en fonction des chiffres prévisionnels) soit vers le passé (en fonction des chiffres réels). Dans le cas présent, nous avons utilisé les multiples orientés vers l'avenir en nous appuyant sur les prévisions pour les exercices 2017 à 2019 inclus.
- Les multiples généralement reconnus et utilisés pour les sociétés commerciales et de production sont:
 - valeur de l'entreprise/chiffre d'affaires (EV/chiffre d'affaires)
 - valeur de l'entreprise/EBITDA (EV/EBITDA) et
 - valeur de l'entreprise/EBIT (EV/EBIT)
- L'EV/EBITDA et l'EV/EBIT sont des ratios pertinents lors de l'évaluation d'entreprises commerciales. Contrairement au multiple EBIT, le multiple EBITDA est indépendant de la politique d'amortissement des sociétés comparables et constitue donc, à notre avis, la valeur comparative la plus significative dans les évaluations de marché.
- Les ratios des sociétés comparables au niveau de l'EBITDA sont présentés dans le tableau ci-contre. L'ensemble des ratios par rapport au chiffre d'affaires, EBITDA et EBIT figurent en annexe.

Calcul de la valeur par action de Hügli sur la base des multiples boursiers

- Ce calcul conduit à une fourchette de valeurs par action au porteur comprise entre CHF 640,59 et CHF 730,27.

Multiples de transactions

Valeur par action au base des multiples de transactions		
(CHF '000)	EBITDA	EBIT
Base 2016	42'900	28'000
Multiple de transactions (Médian)	9.94x	13.35x
Valeur d'entreprise	426'319	373'810
- Dettes financières	-77'500	-77'500
- Dettes fiscales latentes (net)	-6'000	-6'000
- Prévoyance envers le personnel	-1'500	-1'500
- Intérêts minoritaires	-500	-500
Valeur des fonds propres	340'819	288'310
Equivalents d'action au porteur totales	483'631	483'631
Valeur par action (en CHF)	704.71	596.14

Source: mergermarket.com, Hügli, calculs BDO

Calcul au moyen des multiples de transactions

- En vue de vérifier la plausibilité de l'évaluation DCF mentionnée précédemment, la valeur par action est déterminée à l'aide des multiples de transactions (Transaction Multiples) sur la base de transactions historiques au sein du même secteur Food Products.
- Les multiples de transactions sont calculés en comparant la valeur vénale de sociétés (valeur de transaction) aux indicateurs financiers d'exploitation respectifs.
- Comme pour les multiples boursiers, les ratios calculés sont ensuite multipliés par les indicateurs financiers d'exploitation de la société à évaluer, afin d'obtenir la valeur du capital global. Afin d'obtenir la valeur des capitaux propres, les dettes financières sont ensuite déduites de cette valeur et les éventuelles liquidités non nécessaires à l'exploitation y sont ajoutées.
- Les indicateurs d'exploitation doivent tenir compte des vecteurs de valeur essentiels pour une exploitation industrielle et s'appuyer sur les calculs correspondants spécifiques au secteur. Etant donné que les transactions sont des analyses historiques, on utilise, ici également, les chiffres clés historiques correspondants et non des chiffres futurs comme dans le cas des multiples boursiers.
- Les multiples généralement reconnus et utilisés pour les sociétés commerciales et de production sont:
 - valeur de l'entreprise/chiffre d'affaires (EV/chiffre d'affaires)
 - valeur de l'entreprise/EBITDA (EV/EBITDA) et
 - valeur de l'entreprise/EBIT (EV/EBIT)
- L'EV/EBITDA et l'EV/EBIT sont des ratios pertinents lors de l'évaluation d'entreprises commerciales. Contrairement au multiple EBIT, le multiple EBITDA est indépendant de la politique d'amortissement des sociétés comparables et constitue donc, à notre avis, la valeur comparative la plus significative dans les évaluations de marché.
- Les ratios relatifs aux multiples de transactions sont présentés dans le tableau ci-contre.

Calcul de la valeur par action de Hügli sur la base des multiples boursiers

- Nous nous sommes fondés sur la base de données de «mergermarket.com» pour notre recherche de transactions effectuées. La recherche a porté sur des transactions, destinées à ou provenant de sociétés d'Europe de l'Ouest (en particulier Consumers Food) entre le 1^{er} janvier 2014 et le 31 décembre 2017. Au total, 102 transactions comportant des informations sur les prix payés et les multiples ont été affichées, dont 20 transactions que nous avons jugé pertinentes et comparables (voir annexe 3).
- Sur la base de l'analyse des transactions effectuées, il en résulte une fourchette de valeurs comprise entre CHF 596,14 et CHF 704,71 pour une action au porteur.

ANALYSE DE LA LIQUIDITÉ DE L'ACTION HÜGLI

Liquidité selon la définition de la Commission des OPA

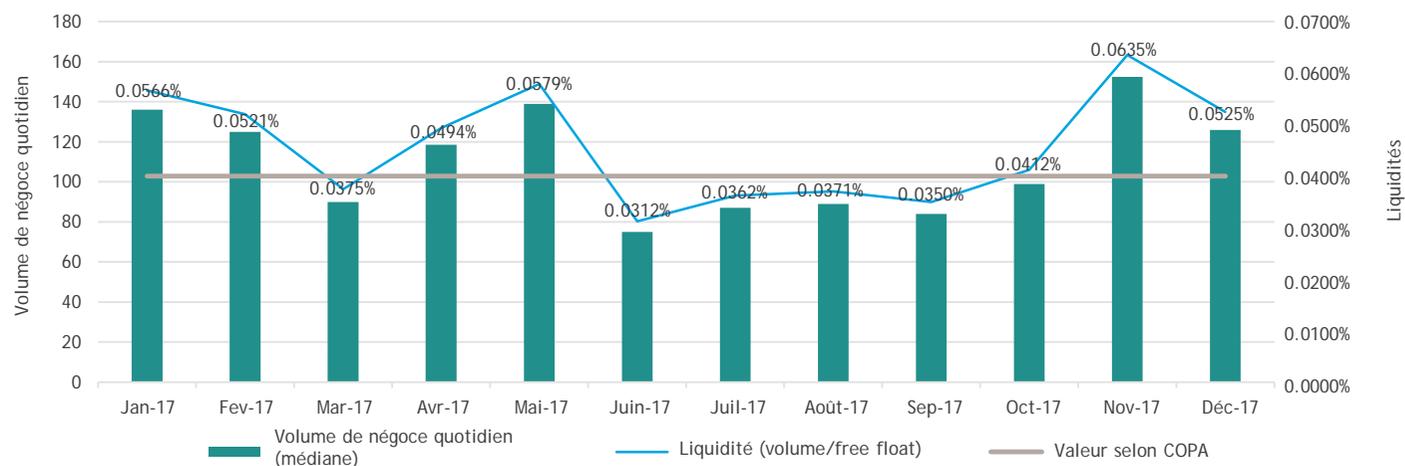
Analyse et conclusion

Les actions Hügli doivent être considérées, au sens de la définition actuelle de la Commission des OPA, comme illiquides. Par conséquent, le cours boursier de Hügli n'est pas déterminant en ce qui concerne le prix minimum.

Analyse de la liquidité

- En vertu du droit des OPA en vigueur, toutes les actions qui ne font pas partie du Swiss Leader Index sont considérées comme liquides «si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04% de la fraction librement négociable du titre de participation (free float)» (cf. Circulaire COPA n° 2, du 26 février 2010).
- Sur la base de notre analyse, l'action de Hügli n'a pas atteint cet objectif de 0,04% sur au total cinq des douze mois complets (janvier 2017 à décembre 2017 compris) précédant l'annonce préalable du 15 janvier 2018.
- Sur la base de toutes les analyses et du droit des OPA en vigueur, les actions de Hügli doivent être considérées comme illiquides. Par conséquent, dans le cas d'une offre, le cours boursier de Hügli n'est pas déterminant en ce qui concerne la règle du prix minimum.

Liquidité et volume de négoce de l'action Hügli



Source: Thomson REUTERS EIKON, SIX, analyse BDO

ANALYSE DU COURS DES ACTIONS

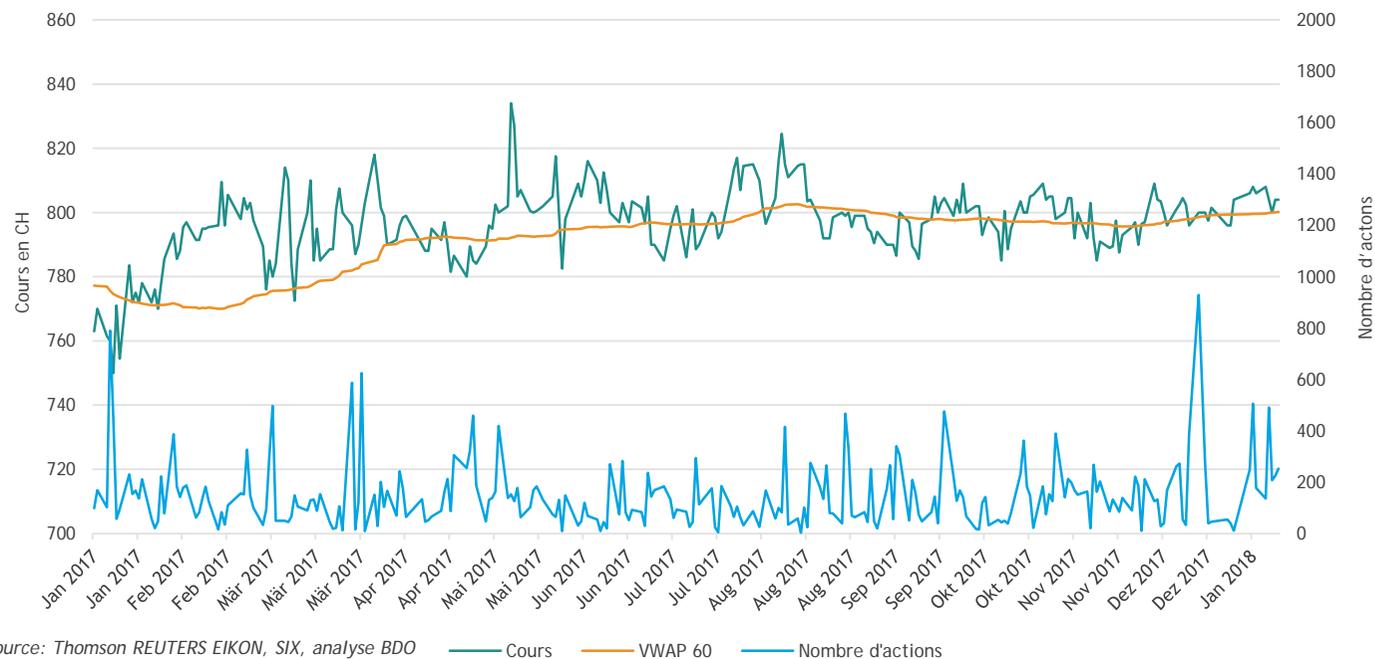
Informations importantes sur le négoce effectué au cours des 12 mois précédant l'offre

Prix le plus élevé	CHF 834.00
Prix le plus bas	CHF 750.00
Dernière prix payé au 12. Januar 2018	CHF 804.00
VWAP des 60 derniers jours de négoce jusqu'au 12 janvier 2018	CHF 800.17

Evolution du cours des actions et du volume de négoce

- Le cours de clôture le plus élevé des 12 derniers mois précédant l'annonce préalable du 15 janvier 2018 (du 1^{er} janvier 2017 au 12 janvier 2018) était de CHF 834,00 et a été enregistré le 16 mai 2017.
- Le cours de clôture le plus bas de la même période de 12 mois précédant l'annonce préalable du 15 janvier 2018 était de CHF 750 et date du 11 janvier 2017.
- Le 12 janvier 2018, le dernier jour de bourse précédant l'annonce préalable du 15 janvier 2018, le cours de clôture s'élevait à CHF 804,00, tandis que le cours moyen pondéré en fonction du volume des 60 derniers jours de bourse (VWAP60) était à la même date de CHF 800,17.

Evolution du cours et volumes janvier 2017 jusqu'au janvier 2018



ESTIMATIONS ET PRÉVISIONS DES ANALYSTES CONCERNANT HÜGLI

Aperçu des prévisions de 2017 à 2019

Selon les estimations des analystes, la valeur de l'action se situe entre CHF 740 et CHF 820.

ZKB et Banque Vontobel		2017	2018	2019
ZKB	Croissance du chiffre d'affaires	0.5%	2.0%	2.0%
	Marge EBITDA	11.0%	11.5%	11.6%
	Marge EBIT	7.1%	7.4%	7.6%
Banque Vontobel	Croissance du chiffre d'affaires	0.0%	1.3%	1.5%
	Marge EBITDA	11.4%	11.9%	12.4%
	Marge EBIT	7.4%	7.8%	8.2%

Sources: Thomson Reuters EIKON, Banque cantonale de Zurich (21.08.2017, Update 22.12.2017), Banque Vontobel (21.08.2017)

Banque cantonale de Zurich

- Selon les estimations des analystes de la Banque cantonale de Zurich («ZKB») du 21 août 2017, la juste valeur d'une action de Hügli est de CHF 740, avec un WACC de 7,2% pour un cours alors actuel de CHF 804.
- En 2017, le chiffre d'affaires devrait enregistrer une croissance minimale par rapport à l'année précédente.
- Pour les années suivantes (2018 et 2019), le chiffre d'affaires devrait croître de 2,0% par an, avec une légère progression des marges EBITDA et EBIT.

Banque Vontobel

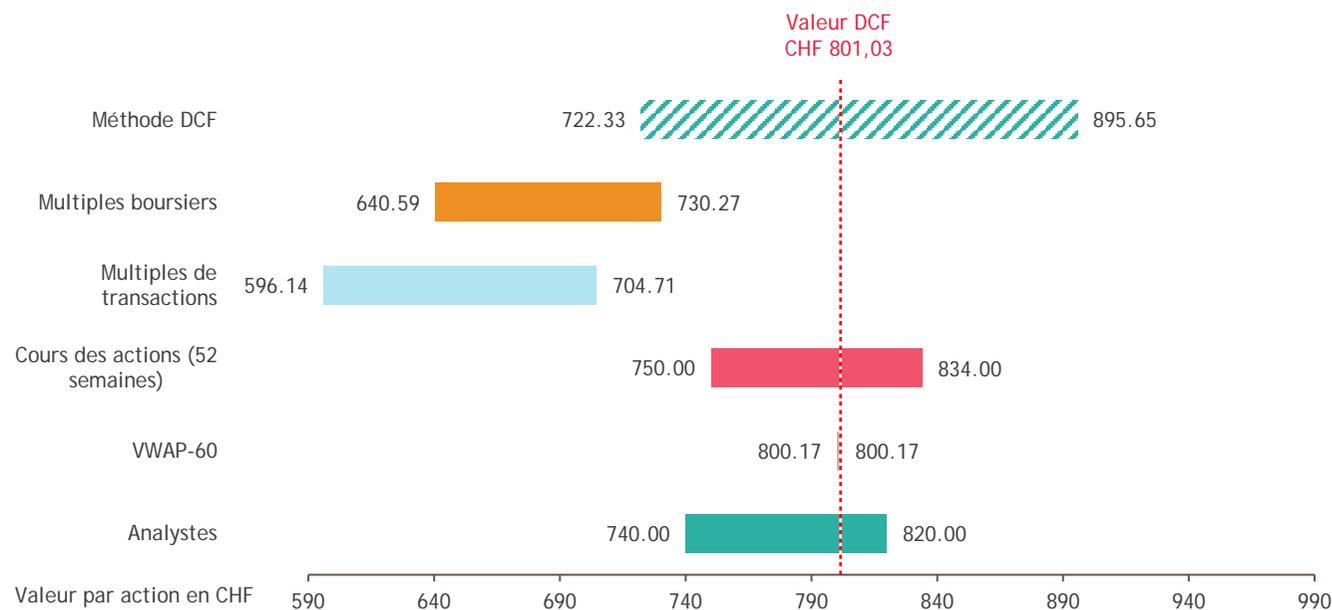
- Les analystes de la Banque Vontobel, également le 21 août 2017, estiment la juste valeur de l'action à CHF 807, avec un WACC moyen de 7,0% et notent comme objectif de cours CHF 820 par action.
- Aucune croissance du chiffre d'affaires n'est attendue pour l'année 2017, et le chiffre d'affaires devrait enregistrer une légère progression de respectivement 1,3% et 1,5% pour les années suivantes 2018 et 2019.
- Les estimations des marges EBITDA et EBIT indiquent également une augmentation pour les années 2018 et 2019.

RÉSULTAT DES CONSIDÉRATIONS LIÉES À L'ÉVALUATION

CONCLUSIONS

- Le graphique ci-contre résume les résultats de notre analyse d'évaluation. La principale méthode utilisée a été la méthode DCF. En vue de vérifier la plausibilité du résultat avec cette méthode, nous avons effectué des analyses de valeur de marché.
- Nous avons en outre analysé le cours de l'action et le volume négocié pendant les 12 derniers mois. En raison de la liquidité insuffisante de l'action, cette valeur ne fournit aucune information pertinente sur la valeur de marché d'une action de Hügli.
- La date d'évaluation a été fixée au 26 février 2018.
- L'analyse DCF donne une fourchette de valeurs comprise entre CHF 722,33 et CHF 895,65 par équivalent d'action au porteur.
- La fourchette de valeurs avec les multiples boursiers est comprise entre CHF 640,59 et CHF 730,27 par équivalent d'action au porteur.
- La fourchette de valeurs avec les multiples de transactions est comprise entre CHF 596,14 et CHF 704,71 par équivalent d'action au porteur.

Vue d'ensemble de l'évaluation (CHF par équivalent d'action au porteur Hügli)



Sur la base des méthodes d'évaluation appliquées et sur les considérations exposées précédemment, nous considérons que le résultat de l'évaluation DCF constitue une base de valeur déterminante et calculons par conséquent une valeur de CHF 801,03 par action au porteur de Hügli.

Marcel Jans

Oliver Ambs

ANNEXES

Thèmes	Page
Analyse du bêta	28
Analyse des multiples	29
Transactions	30
Abréviations	31

ANNEXE 1

Analyse du bêta - Sociétés comparables

Société	Ticker	Secteur	Devise	¹⁾ Capitalisation boursière	¹⁾ Dette total	Dette totale / capitale total	²⁾ Taux d'imposition	³⁾ Bêta ajusté	⁴⁾ Bêta unlevered
Greencore Group PLC	GNC.L	Food Products	GBP	1'298	539	29.34%	19.00%	1.161	0.868
Greenyard NV	GREENY.BR	Food Products	EUR	839	439	34.35%	33.99%	0.664	0.493
Premier Foods PLC	PFD.L	Food Products	GBP	339	505	59.82%	19.00%	1.683	0.763
Orior AG	ORON.S	Food Products	CHF	444	164	27.00%	16.23%	0.364	0.278
Kerry Group PLC	KYGa.I	Food Products	EUR	14'951	1'867	11.10%	12.86%	0.728	0.657
Nestle SA	NESN.S	Food Products	CHF	233'815	15'932	6.38%	29.27%	0.855	0.815
Frosta AG	HNDG.F	Food Products	EUR	525	18	3.27%	30.73%	0.582	0.568
Moyenne						24.47%	23.01%	0.86	0.63
Médian						27.00%	19.00%	0.73	0.66

Sources:

- 1) en Mio selon Thomson Reuters EIKON, date de l'analyse 15.01.2018
- 2) Selon Thomson Reuters EIKON, ou selon KPMG corporate tax rates table global
- 3) Thomson Reuters EIKON adjusted Beta / 5 years monthly, local indices
- 4) Hamada Formula: Unlevered Beta = Levered Beta / [1+(1- Tax Rate) * Debt/Equity]

ANNEXE 2**Multiples boursiers - Sociétés comparables**

Multiples boursiers	Valeur d'entreprise / chiffres d'affaires			Valeur d'entreprise / EBITDA			Valeur d'entreprise / EBIT		
	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
Société									
Greencore Group PLC	0.74	0.72	0.67	9.13	8.45	7.99	11.75	10.30	9.95
Greenyard NV	0.28	0.27	0.27	7.21	7.08	6.83	14.46	12.35	11.18
Premier Foods PLC	1.04	1.02	1.01	6.25	6.04	6.03	7.96	7.66	7.57
Orior AG	0.97	0.96	n.a.	10.02	9.68	16.65	14.24	13.90	13.50
Kerry Group PLC	2.53	2.45	2.36	19.25	17.91	13.08	21.50	20.29	18.72
Nestle SA	2.63	2.54	2.44	15.29	14.14	11.21	17.34	15.86	14.49
Min	0.28	0.27	0.27	6.25	6.04	6.03	7.96	7.66	7.57
Moyenne	1.36	1.33	1.28	11.19	10.55	10.11	14.54	13.39	12.57
Médian	1.00	0.99	0.98	9.58	9.07	7.99	14.35	13.12	12.34
Max	2.63	2.54	2.44	19.25	17.91	16.65	21.50	20.29	18.72

Source: Thomson Reuters EIKON, date de l'analyse 15.01.2018

ANNEXE 3**Multiples de transactions - Secteur et sociétés comparables**

Date de notification	Société cible	Acquéreur / investisseur	Vendeur	Valeur d'entreprise en CHF Mio.	EBITDA multiple	EBIT multiple
15.12.2017	Unilever Plc (Global Spreads business)	Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.	Unilever Plc	7'955	10.04x	n.a.
18.10.2017	ProNatura SAS	Cerea Partenaire	Naxicap Partners	173	9.57x	n.a.
21.03.2017	Delinuts B.V.	Amsterdam Commodities N.V.	Aera Foods B.V.	23	7.91x	8.56x
09.12.2016	Fyffes plc	Sumitomo Corporation	n.a.	916	19.84x	26.14x
05.12.2016	Drummonds Limited (50% Stake)	Freshgrass Investments Limited	Liffey Mills	9	4.61x	6.13x
05.09.2016	Carr's Flour Mills Limited	Whitworths Limited	Carr's Group Plc	47	7.63x	12.65x
06.08.2016	Tyrrells Group Holdings Limited	Amplify Snack Brands Inc	Investcorp	384	19.75x	24.63x
01.08.2016	Stream Foods Ltd	Pioneer Food Group Limited	Wellness Foods Ltd	10	12.81x	26.16x
25.07.2016	The Sandwich Factory Holdings Limited	Greencore Group Plc	Cranswick Plc	19	9.95x	13.24x
03.05.2016	Healthy Retail Ltd. (49% Stake)	Whitbread Plc	n.a.	19	16.07x	23.52x
11.04.2016	CCL Holdings Limited	Cranswick Plc	Thacker Family	54	6.06x	n.a.
01.03.2016	The Waverley Bakery Limited	Idun Industri AS	Lees Foods Limited	7	7.22x	8.36x
22.02.2016	Brakes Group	Sysco Corporation	Bain Capital LLC	3'070	19.01x	112.16x
03.02.2016	King Cuisine Group; Pere Olive Group	Labeyrie Fine Foods S.A.S.	Maison Menezes SAS	88	9.94x	n.a.
22.12.2015	Orchard House Foods Limited	The Hain Celestial Group, Inc.	Wellness Foods Ltd	114	12.67x	19.52x
07.08.2015	Oliver James Foods Ltd	Flagship Europe Limited	n.a.	6	5.61x	6.08x
22.07.2015	La Rousse Foods Limited	Aryzta AG	n.a.	21	6.83x	7.72x
17.07.2015	Seabrook Crisps Limited	LDC (Managers) Limited	Ken Brook-Chrispin (private investor)	52	13.34x	13.46x
01.07.2015	Spearhead International Ltd	Paine Schwartz Partners	n.a.	337	11.85x	11.85x
22.06.2015	Thorntons Plc	Ferholding UK Ltd.	n.a.	191	8.65x	15.14x
20.04.2015	Iglo Foods Group Limited	Nomad Foods Limited	Permira Advisers LLP	2'678	8.50x	n.a.
Moyenne					10.85x	20.96x
Médian					9.94x	13.35x

Source:

Mergermarket (www.mergermarket.com)

ABRÉVIATIONS ET DÉFINITIONS

Abréviations	Signification
Offrante	Bell Food Group AG
BDO	BDO AG
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Francs suisses
CHF'000	Milliers de francs suisses
DCF	Discounted Cash flow
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
LIMF	Loi sur l'infrastructure des marchés financiers
Hügli	Hügli Holding AG
Mio.	Millions
SPI	Swiss Performance Index
SIX	SIX Swiss Exchange
Société visée	Hügli Holding AG

Abréviations	Signification
WACC	Weighted Average Cost of Capital
VR	Valeur résiduelle
VWAP-60	Volume Weighted Average Price / Cours moyenne calculé en fonction de la pondération des volumes des 60 derniers jours de Bourse avant la publication de l'offre
y.c.	y compris
ZKB	Banque cantonale de Zurich (Zürcher Kantonalbank)



INFORMATIONS SUPPLEMENTAIRES:

Marcel Jans

+41 44 444 37 55

marcel.jan@bdo.ch

Oliver Ambs

+41 44 444 37 52

oliver.ambs@bdo.ch

