

**Expertise d'évaluation en relation avec l'offre publique d'achat de Nestlé Suisse SA sur toutes les actions nominatives de Sources Minérales Henniez SA en circulation**

15 octobre 2007

 **ERNST & YOUNG**

*Quality In Everything We Do*

**Louis Siegrist**  
Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 30 21

M +41 58 289 30 21

F +41 58 286 30 25

E [Louis.Siegrist@ch.ey.com](mailto:Louis.Siegrist@ch.ey.com)

**Stefan Seiler**  
Partner

Legal

T +41 58 286 32 23

M +41 58 289 32 23

F +41 58 286 32 40

E [Stefan.Seiler@ch.ey.com](mailto:Stefan.Seiler@ch.ey.com)

**Jürg Stucker**  
Senior Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 30 34

M +41 58 289 30 34

F +41 58 286 30 25

E [Juerg.Stucker@ch.ey.com](mailto:Juerg.Stucker@ch.ey.com)

**Michaela Bonderer**  
Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 30 30

M +41 58 289 30 30

F +41 58 286 30 25

E [Michaela.Bonderer@ch.ey.com](mailto:Michaela.Bonderer@ch.ey.com)

## Abréviations

<b>LBVM</b>	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
<b>OBVM-CFB</b>	Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
<b>Bêta</b>	Risque relatif des fonds propres
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>CAPM</b>	Capital Asset Pricing Model
<b>CHF</b>	Franc suisse
<b>Méthode DCF</b>	Méthode du cash flow actualisé (discounted cash flow)
<b>EBIT</b>	Bénéfice avant intérêts et impôts (Earnings Before Interest and Tax)
<b>EBITDA</b>	Résultat avant intérêts, impôts, amortissements (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization)
<b>EGSSA</b>	Eckes Granini Suisse SA
<b>FP</b>	Fonds propres
<b>EPAL</b>	European Pallet Association (synonyme du canal de distribution Commerce de gros et de détail)
<b>EUR</b>	Euro
<b>CE</b>	Capitaux empruntés (productifs d'intérêts)
<b>FY06A</b>	Exercice 2006 actuel (Fiscal Year 06 Actual)
<b>FY07B</b>	Exercice 2007 budgétisé (Fiscal Year 07 Budget)
<b>GBP</b>	Livre sterling
<b>HORECA</b>	Hôtels, restaurants, cafés (canal de distribution)
<b>JV</b>	Joint Venture
<b>MCHF</b>	millions de francs suisses
<b>MDD</b>	Marques commerciales et produits White Labeling (marques de distributeur)
<b>mio.</b>	million
<b>CB</b>	Capitalisation boursière

## Abréviations

<b>MXN</b>	Peso mexicain
<b>n.d.</b>	non disponible (not available)
<b>Nestlé</b>	Nestlé Suisse SA, Vevey, Suisse
<b>NOPAT</b>	Bénéfice opérationnel net après impôts (Net Operating Profit After Tax)
<b>p.a.</b>	par an (per annum)
<b>SMH</b>	Sources Minérales Henniez SA (Mineralquellen Henniez AG), Henniez, Suisse
<b>Action SMH</b>	Action nominative des Sources Minérales Henniez SA (Mineralquellen Henniez AG), Henniez, Suisse, d'une valeur nominale de 125 CHF
<b>Groupe SMH</b>	Groupe Sources Minérales Henniez (Mineralquellen Henniez Gruppe)
<b>milliers de CHF</b>	milliers de francs suisses
<b>not.</b>	notamment
<b>USD</b>	Dollar US
<b>VE</b>	Valeur de l'entreprise
<b>WACC</b>	Coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital)

# Sommaire

## Sommaire

---

1

## Introduction

---

3

## Bases de l'évaluation

---

6

## Survol du marché

---

10

## Description de l'entreprise

---

13

## Evaluation d'une action nominative de SMH

---

17

## Evaluation globale

---

29

1. Situation initiale.....	4
2. Mandat de Nestlé à Ernst & Young.....	5
3. Bases de l'appréciation .....	7
4. Méthodes et procédures d'évaluation .....	9
5. Survol du marché.....	11
6. Profil succinct du Groupe SMH et structure de l'organisation .....	14
7. Modèle d'entreprise et vue d'ensemble des produits.....	15
8. Méthode du cash flow actualisé.....	18
9. Méthode de la valeur de marché .....	25
10. Analyse de prix d'action et du volume des transactions.....	28
11. Aperçu des résultats.....	30
12. Résultat de l'expertise .....	31

## Sommaire

### Annexe

---

32

13. Bêta et structure du capital du groupe de comparaison pour le calcul de la valeur de l'entreprise à l'aide de la méthode DCF .....	33
14. Calcul des multiples EBITDA du groupe de comparaison constitué d'entreprises cotées (Trading Multiples) .....	34
15. Description des entreprises du groupe de comparaison pour le calcul du bêta, de la structure du capital et des Trading Multiples .....	35
16. Calcul des multiples EBITDA de transactions comparables (Trading Multiples).....	37
17. Description des entreprises du groupe de comparaison pour le calcul des Transaction Multiples ....	38

## Sommaire

---

# L'offre d'achat de Nestlé à hauteur de 5303 CHF par action nominative est supérieure à la valeur fondée sur notre évaluation

## Logo Henniez

Source: site web de l'entreprise



## Logo Nestlé

Source: site web de l'entreprise



## Sommaire

Le 3 septembre 2007, Nestlé Suisse SA, Vevey, Suisse («Nestlé») a conclu avec la famille Rouge, principal actionnaire des Sources Minérales Henniez SA, Henniez, Suisse («SMH»), un contrat d'achat d'actions portant sur l'acquisition de 61,66% de l'entreprise à un prix de 3000 CHF par action.

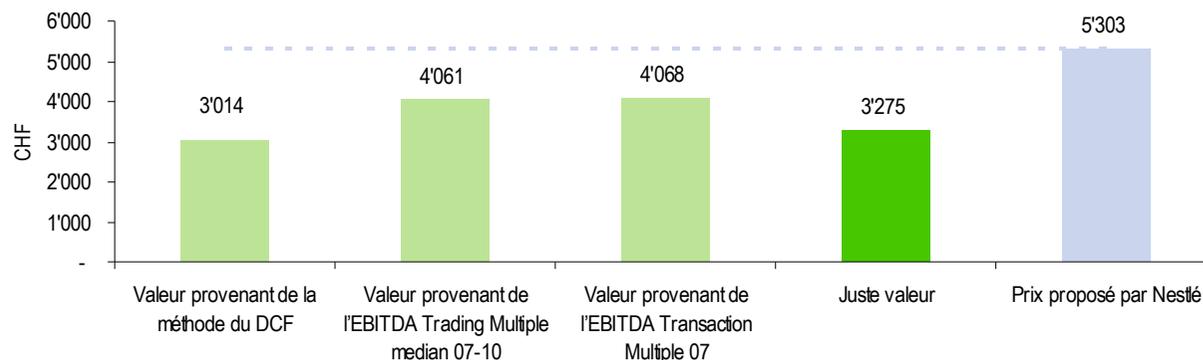
Dans ce contexte, Nestlé soumettra une offre publique d'achat sur toutes les actions nominatives en circulation. Le prix de l'offre pour les actions cotées mais non liquides de SMH doit s'appuyer sur l'évaluation d'un organe de contrôle, conformément à l'art. 37 al. 4 OBVM-CFB.

Nestlé a chargé Ernst & Young SA, Zurich, Suisse («Ernst & Young») de l'évaluation du Groupe SMH et donc de la valeur d'une action nominative de SMH d'une valeur nominale de 125 CHF.

Nos calculs fondés sur nos analyses et évaluations débouchent sur une valeur de 3275 CHF par action nominative de SMH. Nos réflexions se fondent en principe sur la valeur DCF, mais tiennent également compte de la méthode de la valeur de marché. L'offre d'achat de Nestlé à hauteur de 5303 CHF par action nominative est supérieure à la valeur que nous avons déterminée. Le prix proposé par Nestlé correspond au cours moyen des 60 derniers jours de cotation pondéré en fonction du volume.<sup>1</sup>

## Valeur par action nominative SMH d'une valeur nominale de 125 CHF

Source: Ernst & Young, Annonce préalable de l'offre publique d'achat de Nestlé du 4 septembre 2007



<sup>1</sup> Formule de calcul =  $\sum [(cours\ d'ouverture + cours\ de\ clôture) / 2 * volume\ quotidien] / volume\ total\ pendant\ 60\ jours\ de\ cotation$

## Introduction

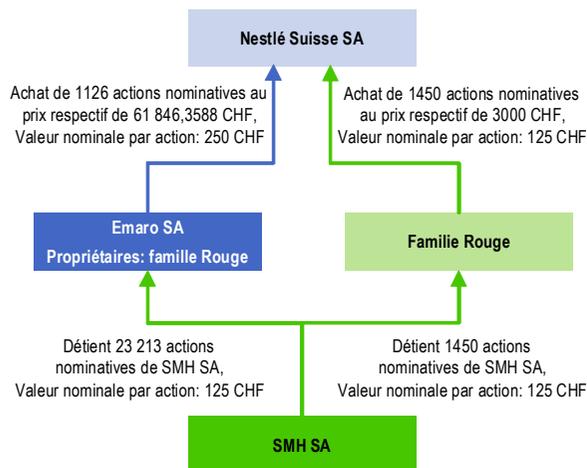
---

1. Situation initiale
2. Mandat de Nestlé à Ernst & Young

## Selon l'annonce préalable de l'offre publique le prix par action sera 5303 CHF

### Parties au contrat d'achat d'actions

Source: Ernst & Young, Annonce préalable de l'offre publique d'achat de Nestlé du 4 septembre 2007



### Situation initiale

Le 3 septembre 2007, Nestlé et Madame Françoise Rouge ainsi que Messieurs Pascal et Nicolas Rouge (ensemble «les vendeurs») ont conclu un contrat d'achat d'actions.

Aux termes de ce contrat d'achat d'actions, Nestlé achète d'une part 1126 actions nominatives de la société familiale Emaro SA, Romanel-sur-Lausanne, Suisse (ci-après «Emaro») d'une valeur nominale respective de 250 CHF qui détient elle-même 23 213 actions nominatives de SMH d'une valeur nominale respective de 125 CHF et d'autre part 1450 actions nominatives de SMH d'une valeur nominale respective de 125 CHF directement détenues par les vendeurs. Ensemble, ces deux paquets d'actions représentent 61,66% des droits de vote de SMH. Aux termes du contrat d'achat d'actions, le prix d'achat des actions de Emaro s'élève à 61 846,3588 CHF par action<sup>1</sup>, celui des actions de SMH à 3000 CHF par action.

Dans une annonce préalable du 4 septembre 2007, Nestlé a annoncé la soumission d'une offre publique d'achat au sens de l'art. 22ss. LBVM pour toutes les actions nominatives de SMH d'une valeur nominale respective de 125 CHF en circulation, afin de reprendre la totalité des actions de SMH. Conformément à l'annonce préalable, le prix de l'offre publique d'achat sera de 5303 CHF nets par action SMH.

Les actions SMH devant être qualifiées d'illiquides en raison de leur volume de négoce très faible au cours des 60 jours de cotation ayant précédé la publication de l'annonce préalable de l'offre publique d'achat de Nestlé du 4 septembre 2007, la fixation du prix proposé par Nestlé doit s'appuyer sur une évaluation effectuée par un organe de contrôle, au sens de l'art. 37 al. 4 OBVM-CFB.

<sup>1</sup> Sous réserve d'ajustements afin de tenir compte d'autres actifs d'Emaro.

## Mandat: preparation d'une évaluation au sens de l'art 37 al. 4 OBVM-CFB

### Mandat de Nestlé à Ernst & Young

Nestlé a chargé Ernst & Young en qualité d'organe de contrôle de l'évaluation d'une action nominative SMH d'une valeur nominale de 125 CHF, au sens de l'art. 37 al. 4 OBVM-CFB. Cette expertise ne peut être publiée qu'en relation avec ce rapport et ne doit pas être utilisée à d'autres fins.

L'expertise ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'achat. Elle ne comporte par ailleurs aucune évaluation des points suivants:

- ▶ une estimation des conséquences qu'aurait la décision d'acceptation ou de refus,
- ▶ une estimation de la valeur future d'une action SMH et du prix auquel les actions SMH non livrées dans le cadre de l'offre d'achat pourront dorénavant se négocier,
- ▶ une estimation pour savoir si la cotation des actions en Bourse et le négoce des actions sont maintenus après l'exécution de l'offre et si oui, à quel prix.

## Bases de l'évaluation

---

3. Bases de l'appréciation
4. Méthodes et procédures d'évaluation

## Les données de planification financière constituent une base essentielle de l'expertise

### Aperçu de la documentation de référence

#### Source: diverses

Comptes annuels consolidés révisés de SMH 2004-2006

Business plan non consolidé détaillé de SMH 2007-2011

Présentation de l'actif immobilisé et plan d'investissement de SMH 2006

Extrait du registre du commerce de SMH

Procès-verbal de l'Assemblée générale de SMH pour l'exercice 2006

Statuts de SMH

Analyse de solvabilité de SMH par le Credit Suisse datée de 2003

Différents documents fiscaux de SMH 2003-2006

Différentes analyses d'image et de marque du domaine de Lenz & Staehelin à Genève

Datamonitor, Softdrinks in Switzerland to 2010, septembre 2006

Böhler, Dr. Guido, Mineralwassermarkt wächst dynamisch, in: Food & Near-Food, éd. 02/05

Comptes annuels révisés de EGSSA 2003-2006

Comptes annuels révisés de Alpwater SA 2001-2006

Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 2007 Yearbook, 2007

Analyse du marché des capitaux sur le long terme de Pictet «The Performance of Shares and Bonds in Switzerland», janvier 2006

### Bases de l'appréciation

L'expertise d'évaluation se fonde sur des données financières historiques ainsi que sur des données prospectives de planification financière établies par le management de SMH. Nos réflexions en matière d'évaluation reposent essentiellement sur:

- ▶ des informations accessibles au public
- ▶ un business plan du management de SMH, consulté par le Conseil d'administration
- ▶ les documents de Due Diligence du domaine de Lenz & Staehelin, Genève
- ▶ des valeurs de comparaison du secteur des boissons déduites du marché et des informations publiques

Nous avons par ailleurs eu l'occasion de poser des questions sur les documents précités au CFO de SMH et de soumettre les hypothèses du business plan à une discussion critique. La plausibilité du business plan a été vérifiée à l'aide des entretiens, des analyses historiques de la performance et du marché, mais aussi des informations de comparaison publiquement accessibles.

Dans le cadre de l'évaluation, Ernst & Young n'a pas visité les actifs de SMH et part du principe que les informations qui nous ont été transmises sont exactes. Nous pensons de même que les valeurs qui nous ont été communiquées pour les capitaux empruntés sont exactes.

Lors de l'élaboration de l'expertise, Ernst & Young mise de façon générale sur l'exactitude et l'exhaustivité des informations mises à notre disposition et se fie aux déclarations du management de SMH dont la plausibilité a été vérifiée.

### Date de l'évaluation

Nous avons défini le 4 septembre 2007, la date de publication de l'annonce préalable de soumission d'une offre publique d'achat comme date d'évaluation. L'impact de la date d'évaluation est que le cash flow réalisé en 2007 n'est pris en compte qu'au prorata et que les futurs cash flows seront escomptés précisément à cette date.

## Les données de planification financière constituent une base essentielle de l'expertise

### Nature de l'évaluation

Nous avons déterminé la juste valeur d'entreprise de SMH. Cette valeur considère SMH dans la perspective d'une hypothèse de continuité d'exploitation indépendante (stand-alone). Nous avons adapté certaines grandeurs sur la base des valeurs moyennes des entreprises de comparaison. Ainsi, nous avons p. ex. utilisé la structure de capital du groupe de comparaison pour déterminer le coût moyen du capital de SMH. Cette procédure se fonde sur l'hypothèse selon laquelle la structure du capital de SMH s'adaptera à long terme à la moyenne du secteur.

Notre évaluation ne tient pas compte des effets d'une possible reprise et des potentiels de synergie éventuels, car nous ne calculons aucune valeur dite de transaction.

Nous partons par ailleurs du principe que l'orientation opérationnelle du groupe ne connaîtra aucun changement majeur et qu'elle sera maintenue dans un style identique. Nous considérons les personnes morales composant le groupe comme une entité opérationnelle et procédons à l'évaluation de sa capacité cumulée à générer des cash flows positifs à l'avenir.

## Les méthodes d'évaluation choisies évaluent la capacité de SMH à générer des cash-flows positifs à l'avenir

### Méthodes et procédures d'évaluation

L'évaluation de la valeur opérationnelle de SMH a été réalisée à l'aide des méthodes d'évaluation suivantes:

- ▶ Méthode des cash flows actualisés ou Discounted Cash Flow Method (méthode DCF)
- ▶ Méthode de la valeur de marché
  - Analyse des multiples à partir d'entreprises comparables cotées en bourse (Trading Multiples)
  - Analyse des multiples à partir de transactions comparables (Transaction Multiples)

Les méthodes d'évaluation exposées ci-dessus et détaillées dans la partie principale ont permis de déterminer la valeur opérationnelle de l'entreprise au 4 septembre 2007. Les engagements portant intérêts ont été soustraits et les liquidités non nécessaires à l'activité de l'entreprise ainsi que les placements immobiliers hors exploitation ont été ajoutés afin de calculer la valeur des fonds propres. La valeur calculée par action nominative est obtenue en effectuant une division par le nombre d'actions en circulation. La prise en compte d'une réduction éventuelle pour minoritaire ou illiquidité s'est fait dans la présente expertise d'évaluation au moyen de la prime de taille que nous avons ajoutée au coût des fonds propres.

Nos réflexions se fondent en principe sur la valeur DCF, mais tiennent également compte de l'analyse des multiples lors de la fixation de la valeur. La valeur déterminée a ensuite été comparée avec le prix de l'offre.

Une analyse de l'évolution du prix et du volume des actions de la société a, par ailleurs, été effectuée. L'évolution du cours de l'action reflète l'évolution de valeur des fonds propres au cours des trois dernières années.

## Survol du marché

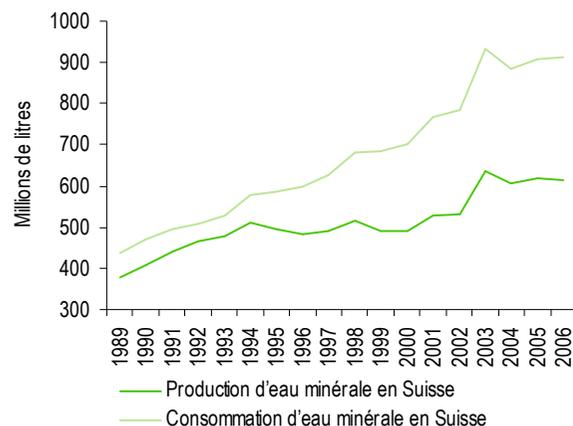
---

### 5. Survol du marché

## Les produits «Near Water» gagneront en importance à l'avenir et offriront un potentiel de différenciation

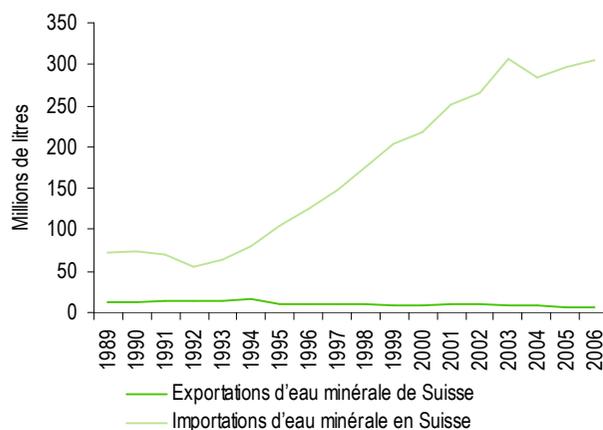
### Comparaison de la consommation et de la production en eau minérale en Suisse 1989-2006

Source: [www.mineralwasser.ch](http://www.mineralwasser.ch)



### Comparaison des importations et exportations d'eau minérale en Suisse 1989-2006

Source: [www.mineralwasser.ch](http://www.mineralwasser.ch)



### Définition de la notion d'«eau minérale naturelle» selon la législation suisse sur les denrées alimentaires

Les exigences légales à l'égard de la notion d'«eau minérale naturelle» sont réglées dans la législation suisse sur les denrées alimentaires. Ainsi, une «eau minérale naturelle» est-elle une eau irréprochable d'un point de vue micro-biologique extraite avec un soin particulier d'une ou de plusieurs sources naturelles ou d'une nappe souterraine exploitée avec des moyens artificiels. Elle doit se distinguer par une «origine géologique particulière, la nature et la quantité des composants minéraux, la pureté initiale ainsi que par la stabilité de sa composition et de sa température dans le cadre des variations naturelles».

### Vue d'ensemble du marché

La consommation d'eau minérale a progressivement pris de l'importance en Suisse. Alors que la consommation n'était encore que d'environ 438 millions de litres en 1989, la demande en 2006 se montait à 913 millions de litres. Si l'on rapporte ces chiffres à une population totale d'environ 7,4 millions de personnes, cela signifie une consommation par-tête d'environ 123 litres d'eau minérale. Le taux de croissance annuel annualisé de la consommation qui en résulte est de 4,4% entre 1989 et 2006. Cela fait longtemps que les capacités des quelques 20 sources d'eau minérale suisses ne suffisent plus à couvrir le besoin d'eau minérale. Ainsi, plus d'un tiers de l'eau consommée en Suisse a déjà été embouteillée à l'étranger. Au total, les intervenants nationaux et internationaux sont une soixantaine à se répartir le marché. En 2006, Henniez détenait 9,6% du marché suisse, occupant ainsi la troisième place derrière Coca-Cola avec 18,0% et Migros avec 10,7%.<sup>1</sup>

### L'eau minérale, un marché en pleine mutation

Le marché des eaux minérales traverse différents changements en Suisse. On constate d'une part un abandon progressif des eaux minérales à forte teneur en gaz carbonique au profit d'eaux légèrement gazeuses, voire plates. Ainsi, le marché des eaux enrichies en gaz carbonique a-t-il cédé environ 8,2% entre 1999 et 2005, alors que les ventes d'eau plate ont progressé d'environ 4,6%.<sup>2</sup> D'un autre côté, la consommation d'eau minérale enregistre certes une avancée, mais les recettes évoluent à la baisse, car les consommateurs sont de plus en plus nombreux à privilégier de l'eau d'importation bon marché.

<sup>1</sup> Cf. Datamonitor, Softdrinks in Switzerland to 2010, septembre 2006, p. 34

<sup>2</sup> Cf. Böhler, Dr. Guido, Mineralwassermarkt wächst dynamisch, in: Food & Near-Food, éd. 02/05, p. 20, <http://www.lebensmittelindustrie.com/admin/uploads/Artikel%20S.%202020-22.%20FNF%202.%2020Juli%202005.pdf>, situation: 26 septembre 2007

## Les produits «Near Water» gagneront en importance à l'avenir et offriront un potentiel de différenciation

On enregistre une évolution des préférences des consommateurs en faveur de boissons désaltérantes naturelles et saines. Il s'agit de thés glacés légèrement sucrés ou d'eaux minérales aromatisées également qualifiés de «Near Water». Ces dernières enregistrent actuellement une progression d'environ 4% par an. L'avantage des eaux minérales aromatisées réside dans le potentiel de singularisation du producteur vis-à-vis du consommateur. Alors que les différences de goût sont à peine perceptibles entre les différentes marques d'eaux minérales normales, l'eau aromatisée permet une différenciation plus évidente des différents producteurs. Le secteur des eaux minérales s'attend à un potentiel de marché supplémentaire dans ce domaine à l'avenir, car les produits dits «Near Water» permettent de combler la brèche entre les eaux minérales pures et les boissons non-alcoolisées à forte teneur en sucre. Le secteur estime que le marché de l'eau minérale va connaître des taux de croissance annuels compris entre 2 et 3% en Suisse d'ici 2010.<sup>2</sup>

### Conclusion pour SMH

Selon des estimations du secteur, la consommation d'eau minérale en Suisse va progresser de 2 à 3% par an d'ici 2010.

<sup>1,2</sup> Cf. Böhler, Dr. Guido, Mineralwassermarkt wächst dynamisch, in: Food & Near-Food, éd. 02/05, p. 20, <http://www.lebensmittelindustrie.com/admin/uploads/Artikel%20S.%202020-22.%20FNF%202.%20Juli%202005.pdf>, situation: 26 septembre 2007

## Description de l'entreprise

---

6. Profil succinct du Groupe SMH et structure de l'organisation
7. Modèle d'entreprise et vue d'ensemble des produits

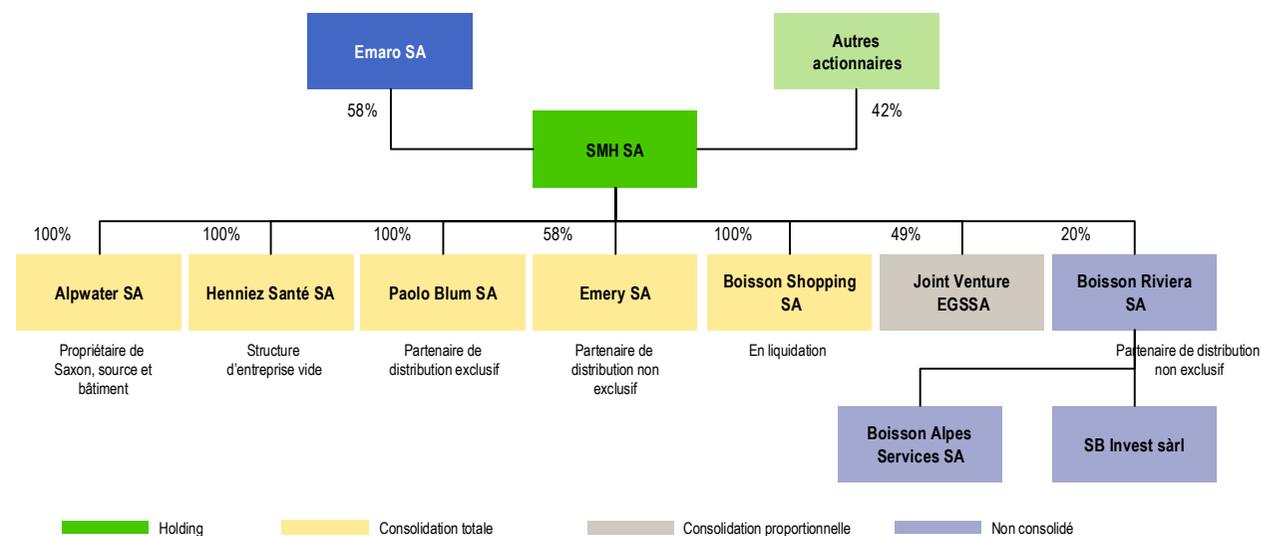
## Le Groupe SMH a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 152 000 000 CHF en 2006 avec quelque 270 collaborateurs

### Profil succinct du Groupe SMH

En sa qualité d'entreprise familiale dirigée par ses propriétaires, Henniez s'enorgueillit d'une tradition séculaire dans le secteur des eaux minérales en Suisse. La société compte déjà à sa tête la troisième génération de membres de la famille Rouge, qui détenaient directement ou indirectement 61,66% des actions de la société à la date du rachat. La société qui a son siège à Henniez a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 152 000 000 CHF durant l'exercice 2006 et emploie plus de 270 collaborateurs répartis sur trois sites.

### Structure de l'organisation du Groupe SMH

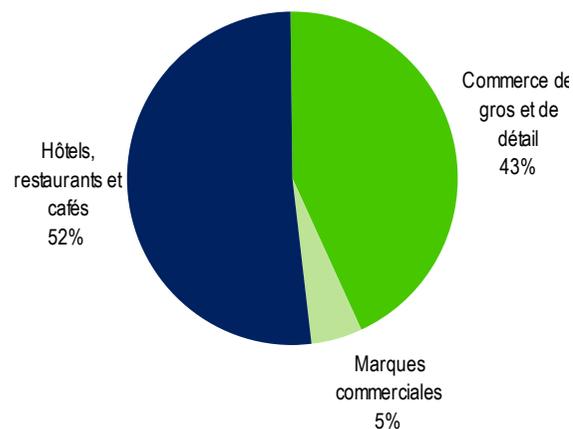
Source: management de SMH



## SMH possède ses propres sources et distribue ses produits principalement par le biais d'hôtels, de restaurants et de cafés mais aussi du commerce de gros et de détail

Vue d'ensemble du chiffre d'affaires selon les canaux de distribution 2006

Source: rapport annuel



### Modèle d'entreprise

SMH possède ses propres sources, dont elle embouteille et distribue l'eau. En plus de l'eau minérale, l'entreprise a conclu des contrats d'embouteillage et de distribution pour le marché suisse avec des marques internationales renommées telles que Eckes-Granini et Virgin Cola.

### Distribution

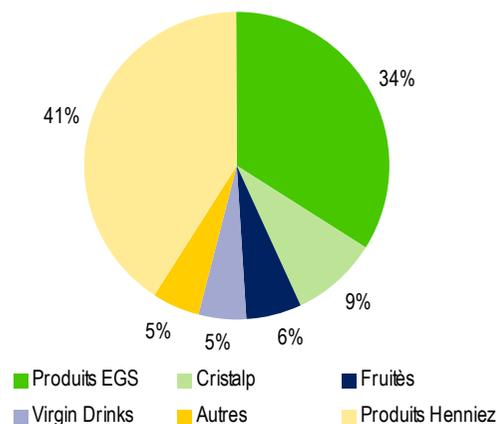
Les produits précités sont exclusivement distribués en Suisse. Ils sont commercialisés par le biais de trois canaux de distribution différents:

- ▶ Hôtels, restaurants et cafés (HORECA)
- ▶ Commerce de gros et de détail (EPAL)
- ▶ Embouteillage des marques commerciales pour des chaînes de supermarché (MDD)

## Ensemble les eaux minérales et les jus de fruit «Granini» et «hohes C» génèrent 75% du chiffre d'affaires consolidé

### Vue d'ensemble du chiffre d'affaires selon les catégories de produits 2006

Source: rapport annuel



### Vue d'ensemble des produits

Le portefeuille de produits de la société comprend les marques «Henniez», «Henniez esprit fruits», «Cristalp», «X-Drink», «Virgin Cola», «Virgin Icetea», «hohes C», «Granini», et «Vichy Célestins». Sous la marque «Cristalp Fontaine», la société distribue en outre des fontaines à eau pour un usage privé et professionnel.

Les produits de la société se répartissent en six catégories:

- ▶ Produits Henniez: eaux minérales
- ▶ Produits EGS: fabrication de jus de fruit dans le cadre de la coentreprise avec Eckes-Granini, Allemagne
- ▶ Cristalp: eaux minérales et marché des fontaines à eau
- ▶ Fruitès: eaux minérales aromatisées
- ▶ Virgin drinks: Virgin Cola et Virgin Icetea
- ▶ Autres: embouteillage des marques commerciales

Exemples de produits SMH:



Eau minérale



Cristalp Fontaine



hohes C



Virgin Cola



X-Drink

## Evaluation d'une action nominative de SMH

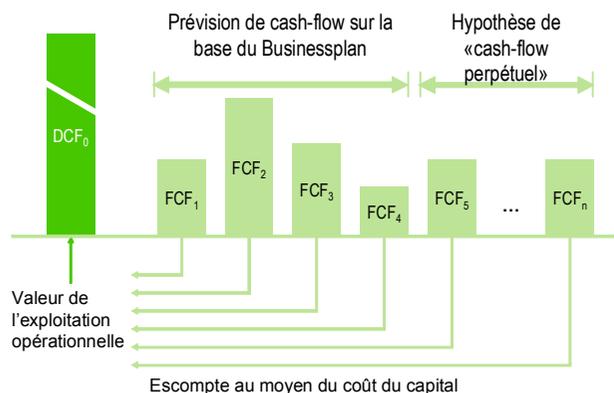
---

8. Méthode du cash flow actualisé
9. Méthode de la valeur de marché
10. Analyse de prix d'action et du volume des transactions

## Méthode du cash flow actualisé (discounted cash flow)

### Représentation graphique de la méthode du cash flow actualisé

Quelle: Ernst & Young



### Méthode du cash flow actualisé (discounted cash flow)

La méthode DCF détermine la valeur opérationnelle d'une entreprise en actualisant les futurs cash flows disponibles planifiés au taux du coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital ou WACC). Les cash flows disponibles que nous utilisons correspondent aux flux financiers de la société avant les activités de financement et sont donc les cash flows mis à la disposition des bailleurs de fonds propres et empruntés. C'est la raison pour laquelle la valeur de marché du capital emprunté doit être déduite de la valeur de l'entreprise pour l'évaluation des fonds propres.

Nous avons estimé les cash flows disponibles à l'aide du business plan de SMH dont la plausibilité a été contrôlée sur une base consolidée. Comme le business plan de SMH n'était disponible que sous forme non consolidé, nous avons modélisé la contribution nette des sociétés du Groupe, notamment de la coentreprise EGSSA et de Alpwater SA sur la base des informations fournies par le management. Il a par ailleurs été supposé que l'activité Fontaines à eau serait vendue à la date de l'évaluation pour un prix correspondant à une valeur de marché par client (sur la base de transactions comparables). De cette manière nous sommes parvenu à obtenir une perspective de Groupe en considérant les différentes entités juridiques comme des unités opérationnelles au plan économique.

### Coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital)

Le WACC décrit l'exigence de rendement pondérée des bailleurs de fonds propres et de capitaux empruntés et se calcule conformément à la formule ci-après. Un ajustement fiscal du coût des capitaux empruntés est nécessaire, étant donné que les impôts contenus dans les cash flows disponibles sont calculés sur la base de l'EBIT.

#### Conclusion pour SMH

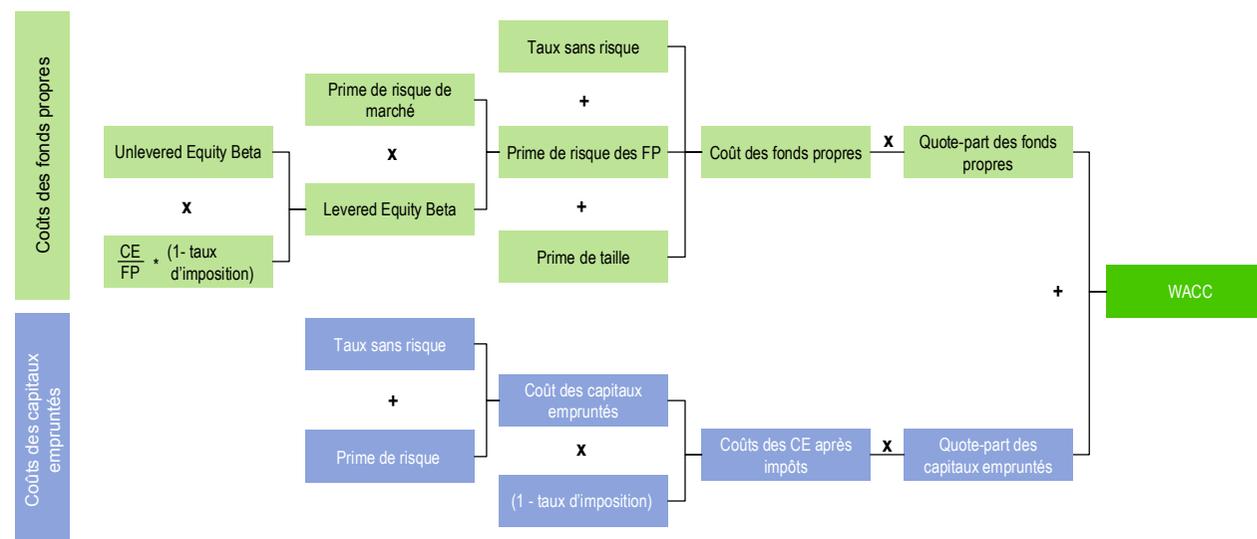
Le WACC du Groupe SMH s'élève à 8,6%.

Pour SMH, nous calculons un WACC de 8,6%. Celui-ci se compose d'une exigence de rendement des fonds propres de 10,0% et d'une rémunération exigée des capitaux empruntés de 4,0%. Le coût des fonds propres a été déterminé sur base de la méthode reconnue du Capital Asset Pricing Model (CAPM). Le coût des capitaux empruntés a été corrigés du taux d'imposition du Groupe SMH de 22,5%.

## Méthode du cash flow actualisé (discounted cash flow)

### Schéma de calcul pour le coût moyen pondéré du capital corrigé des impôts

Source: Ernst & Young



Les éléments du WACC corrigé des impôts et leur déduction sont décrits ci-après:

#### Structure du capital et taux d'imposition (valeurs arrondies)

Élément	Valeur	Explication	Sources
Quote-part des capitaux empruntés	20%	La quote-part des capitaux empruntés décrit la part des capitaux empruntés des entreprises du groupe de comparaison saisie aux valeurs de marché. Elle permet de pondérer les coûts des capitaux empruntés dans le WACC.	Part des capitaux empruntés saisie aux valeurs de marché selon la moyenne du groupe de comparaison; voir annexe (source: Bloomberg)

## Méthode du cash flow actualisé (discounted cash flow)

Quote-part des fonds propres	80%	La quote-part des fonds propres décrit la part des fonds propres des entreprises du groupe de comparaison saisie aux valeurs de marché. Elle permet de pondérer les coûts des fonds propres dans le WACC.	Part des fonds propres saisie aux valeurs de marché selon la moyenne du groupe de comparaison; voir annexe (source: Bloomberg)
Taux d'imposition	22.5%	Le taux d'imposition doit se comprendre comme un taux d'imposition du Groupe et quantifie la charge fiscale globale sur le résultat net avant impôts du Groupe SMH. Le taux d'imposition est utilisé dans le processus de «Re-levering» pour le calcul du bêta et l'ajustement fiscal des coûts des capitaux empruntés.	Taux d'imposition du Groupe (source: management de SMH)

### Coûts des fonds propres (valeurs arrondies)

Élément	Valeur	Explication	Sources
Taux sans risque	3.0%	Le taux sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour les placements sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux sans risque contient une prévision concernant la rémunération réelle et l'inflation.	Rendement de l'obligation fédérale à dix ans au 4 septembre 2007 (source: Bloomberg)
Bêta «unlevered» ajusté	0.51x	Le bêta reflète le risque systématique d'une action déduit selon le CAPM. Les bêtas ont été observés pour le groupe de comparaison sur le marché des capitaux et sont «unlevered» conformément à la structure de leur capital. Le processus d'«unlevering» corrige les bêtas et neutralise les effets induits par la structure différente des capitaux empruntés. Formule: $\text{bêta (unlevered)} = \text{bêta ajusté} / (1 + \text{CE/FP} * (1 - \text{taux d'imposition}))$	Le bêta «unlevered» ajusté repose sur la moyenne du groupe de comparaison; voir annexe (source: Bloomberg)

## Méthode du cash flow actualisé (discounted cash flow)

Bêta «relevered» ajusté	0.61x	Pour calculer le risque systématique pour le Groupe SMH, le bêta «unlevered» ajusté est «re-levered» conformément à la structure du capital moyenne du groupe de comparaison. Formule: bêta (relevered) = bêta (un-levered) * (1+ CE/FP * (1- taux d'imposition))	(Source: Bloomberg)
Prime de risque de marché	5.0%	La prime de risque de marché correspond à la différence entre le rendement du marché suisse des actions et le rendement sans risque des obligations fédérales au cours des 80 dernières années.	Prime de risque de marché pour la Suisse (source: Pictet «The Performance of Shares and Bonds in Switzerland», janvier 2006 et Ernst & Young)
Prime de taille	4.0%	On constate sur le marché des actions que les investisseurs exigent une prime de rendement pour les petites sociétés (manque de transparence du marché) ou les actions illiquides. Notre formule de calcul des coûts des fonds propres repose cependant sur le CAPM et donc sur l'hypothèse d'un marché efficient et liquide. Afin de compenser l'exigence de rendement accrue d'une société telle que le Groupe SMH, nous procédons à une majoration correspondante des coûts des fonds propres.	Prime de taille pour les PME d'une valeur boursière inférieure à 500 millions (source: Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 2007 Yearbook, 2007)
<b>Coûts des fonds propres du Groupe SMH</b>	<b>10.0%</b>		

## Méthode du cash flow actualisé (discounted cash flow)

### Coûts des capitaux empruntés (valeurs arrondies)

Élément	Valeur	Explication	Sources
Taux sans risque	3.0%	Le taux sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour les placements sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux sans risque contient une prévision concernant la rémunération réelle et l'inflation.	Rendement de l'obligation fédérale à dix ans en CHF au 4 septembre 2007 (source: Bloomberg)
Prime de risque pour les coûts des CE	1.0%	En fonction de la notation de crédit de SMH, les bailleurs de CE exigent une prime de risque sur le taux sans risque. Le CE portant intérêts de SMH étant constitué d'hypothèques et d'un prêt des actionnaires à Emaro, la prime de risque n'est que de 1,0%, ce qui correspond aux coûts de refinancement supposés.	Prime de risque pour les coûts des CE (source: management de SMH et Ernst & Young)
<b>Coûts des capitaux empruntés du Groupe SMH</b>	<b>4.0%</b>		

## Méthode du cash flow actualisé (discounted cash flow)

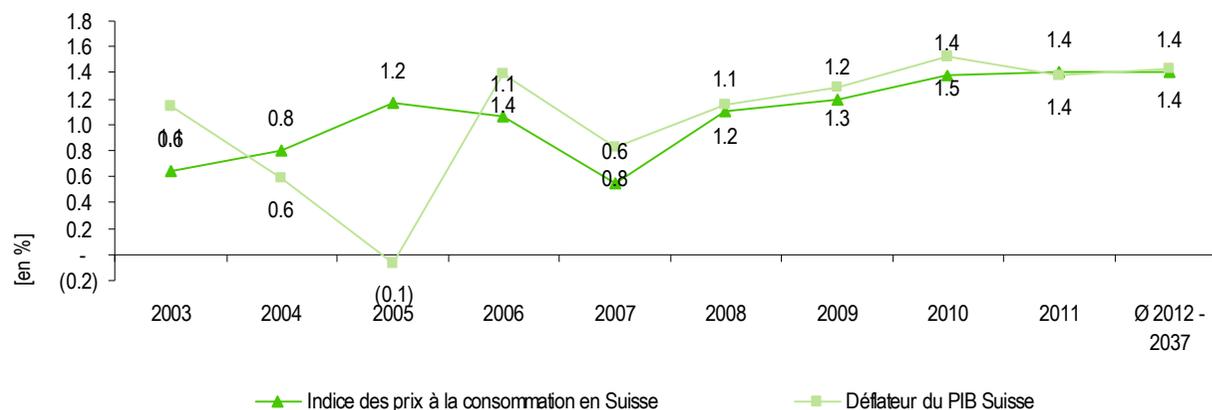
### Croissance perpétuelle: inflation et croissance réelle du secteur

L'application de la méthode DCF débouche après la période du business plan sur une hypothèse concernant un cash flow disponible durable utilisé pour déterminer la valeur résiduelle. Cette valeur résiduelle inclut la valeur de tous les cash flows futurs qui suivent la période du business plan. Le calcul de la valeur résiduelle suppose une croissance perpétuelle du cash flow. Ceci compense l'inflation qui est déjà comprise dans le WACC et se base sur une croissance réelle du secteur d'activité de la société à évaluer.

Nous analysons l'inflation à l'aide de l'estimation du consensus concernant l'évolution future de l'indice des prix à la consommation. Elle est estimée à 1,4% par an après 2012.

### Evolution historique et future estimée de l'inflation

Source: Global Insight



Pour la croissance réelle des cash flows nous nous appuyons sur une valeur de 0,6% par an après 2012. Il en résulte une croissance perpétuelle des cash flows de 2% après 2012.

#### Conclusion pour SMH

La croissance perpétuelle des cash flows est estimée à 2% à partir de 2012.

## Méthode du cash flow actualisé (discounted cash flow)

### Evaluation DCF

Conformément aux éléments précités de l'évaluation DCF et aux bases de l'évaluation, nous avons calculé une valeur d'entreprise pour le Groupe SMH. Après déduction des CE portant intérêts à la date d'évaluation, il en résulte une valeur des FP de 121 000 000 CHF.

Sur la base de 40 000 actions nominatives en circulation, cela se traduit par une valeur arrondie de 3014 CHF par action nominative d'une valeur nominale de 125 CHF. Du fait de la fluctuation du WACC entre 7,1% et 10,1%, la sensibilité de la valeur DCF d'une action oscille entre 2614 et 3648 CHF.

### Calcul de la valeur par action à l'aide de la méthode DCF

Position	Unité	2007
Valeur DCF des fonds propres au 4 septembre 2007	milliers de CHF	120'547
Nombre d'actions nominatives d'une valeur nominale de 125 CHF		40'000
<b>Valeur DCF d'une action nominative d'une valeur nominale de 125 CHF</b>	<b>milliers de CHF</b>	<b>3'014</b>

Source: calculs de Ernst & Young

### Sensibilité de la valeur DCF d'une action aux changements du WACC

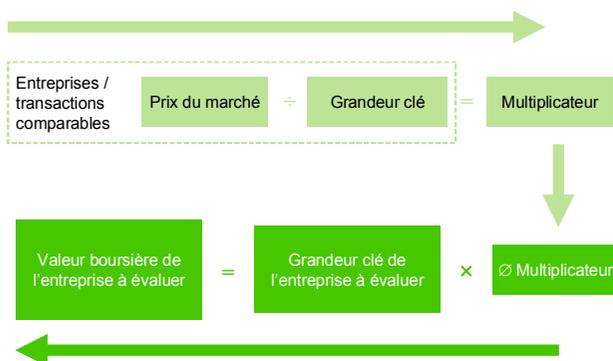
	Unité	2007						
Variation du WACC	%	7.1%	7.6%	8.1%	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%
<b>Valeur DCF d'une action nominative d'une valeur nominale de 125 CHF</b>	<b>milliers de CHF</b>	<b>3'648</b>	<b>3'399</b>	<b>3'191</b>	<b>3'014</b>	<b>2'862</b>	<b>2'729</b>	<b>2'614</b>

Source: calculs de Ernst & Young

## Méthode de la valeur de marché

### Représentation graphique de l'analyse des multiples

Source: Ernst & Young



### Méthode de la valeur de marché

La méthode de la valeur de marché recouvre en principe deux méthodes:

- ▶ la «méthode Trading Multiple» (analyse d'analyse des multiples à partir d'entreprises comparables cotées en bourse)
- ▶ la «méthode Transaction Multiple» (analyse des multiples à partir de transactions comparables)

La méthode « Trading Multiple » s'attache aux ratios financiers d'entreprises cotées comparables dont les ratios sont comparés à ceux de l'entreprise cible. Le choix des entreprises appropriées s'effectue sur la base de différents critères, p. ex. le secteur, le marché, la taille de l'entreprise, la structure du capital, les propriétaires. Les données obtenues sont ensuite corrigées des écarts statistiques flagrants (par exemple part du chiffre d'affaires uniquement marginale dans le même secteur). Les ratios de chiffre d'affaires (rapport entre la valeur de l'entreprise et le chiffre d'affaires) et les ratios orientés rendement (rapport entre la valeur de l'entreprise et le bénéfice ou le cash flow) sont des multiples fréquemment utilisés.

Les multiples à partir d'entreprises comparables cotées en bourse n'ont qu'un intérêt limité pour la détermination concrète de la valeur des entreprises non cotées. Il existe un différentiel de valeur entre les entreprises cotées et non cotées en raison de la moindre liquidité des entreprises non cotées. A cela s'oppose le fait que des parts minoritaires sont en principe négociées pour les entreprises cotées, ce qui implique une déduction de minorité. Une analyse des multiples portant sur des sociétés privées a plutôt tendance à déboucher sur une valeur de l'entreprise à la limite de valeur supérieure.

La méthode « Transaction Multiple » se réfère aux prix des transactions d'entreprise effectivement réalisées. Les transactions publiées où des entreprises comparables ont également été reprises produisent également des «indices de marché» qui peuvent être utilisés pour déduire une valeur de l'entreprise. Des ratios de chiffre d'affaires (rapport entre la valeur de l'entreprise et le chiffre d'affaires) et des ratios orientés rendement (rapport entre la valeur de l'entreprise et l'EBITDA, l'EBIT ou le cash flow) sont également fréquemment utilisés en guise de multiples.

## Analyse des multiples d'entreprises cotées comparables (Trading Multiples)

### Choix d'un indicateur de comparaison appropriée pour le calcul du « Trading Multiple »

Pour évaluer la capacité de rendement opérationnelle, nous nous appuyons sur l'EBITDA, qui est mis en relation avec la valeur de l'entreprise observée. Cette mesure du résultat est libre de tout effet tel que les amortissements, les frais de financement ou les aspects fiscaux et reflète au mieux la capacité de rendement opérationnelle d'une entreprise.

### Evaluation selon la valeur médiane des « Trading Multiples »

La valeur de l'exploitation opérationnelle est calculée à partir de la multiplication des « Trading Multiples » moyens par les futurs EBITDA. Nous appliquons cette méthode aux années 2007-2010 et tenons ainsi également compte de l'estimation prévisionnelle des analystes du marché des actions. A cela, nous ajoutons les liquidités non nécessaires à l'activité de l'entreprise et les placements immobiliers hors exploitation, ainsi que la valeur de marché du portefeuille de clientèle de l'activité de fontaines à eau pour obtenir la valeur de l'entreprise. Celle-ci est réduite des CE portant intérêts puis divisée par le nombre d'actions nominatives en circulation. Les calculs sont illustrés ci-après.

#### Conclusion pour SMH

La valeur « Trading Multiple » par action est de 4061 CHF.

### Calcul de la valeur par action à l'aide de la méthode « Trading Multiple »

Position	Unité	2007
Valeur Trading Multiple des fonds propres	milliers de CHF	162'459
Nombre d'actions nominatives d'une valeur nominale de 125 CHF		40'000
<b>Valeur Trading Multiple d'une action nominative d'une valeur nominale de 125 CHF</b>	<b>milliers de CHF</b>	<b>4'061</b>

Source: calculs de Ernst & Young

<sup>1</sup> déterminé à l'aide de la valeur médiane du groupe de comparaison; voir l'annexe

## Analyse des multiples de transactions comparables (Transaction Multiples)

### Choix d'un indicateur de comparaison appropriée pour le calcul du « Transaction Multiple »

Pour évaluer la capacité de rendement opérationnelle, nous nous appuyons sur l'EBITDA, qui est mis en relation avec la valeur de l'entreprise observée. Cette mesure du résultat est libre de tout effet tel que les amortissements, les frais de financement ou les aspects fiscaux et reflète au mieux la capacité de rendement opérationnelle d'une entreprise.

### Evaluation selon la valeur médiane des « Transaction Multiples »

La valeur de l'exploitation opérationnelle est calculée à partir de la multiplication des « Transaction Multiples » moyens par l'EBITDA 2007 escompté. A cela, nous ajoutons les liquidités non nécessaires à l'activité de l'entreprise et les placements immobiliers hors exploitation, ainsi que la valeur de marché du portefeuille de clientèle de l'activité de fontaines à eau pour obtenir la valeur de l'entreprise. Celle-ci est réduite des CE portant intérêts puis divisée par le nombre d'actions nominatives en circulation. Les calculs sont illustrés ci-après.

#### Conclusion pour SMH

La valeur « Transaction Multiple » par action est de 4068 CHF.

### Calcul de la valeur par action à l'aide de la méthode « Transaction Multiple »

Position	Unité	2007
Valeur Transaction Multiple des fonds propres	milliers de CHF	162'708
Nombre d'actions nominatives d'une valeur nominale de 125 CHF		40'000
<b>Valeur Transaction Multiple d'une action nominative d'une valeur nominale de 125 CHF</b>	<b>milliers de CHF</b>	<b>4'068</b>

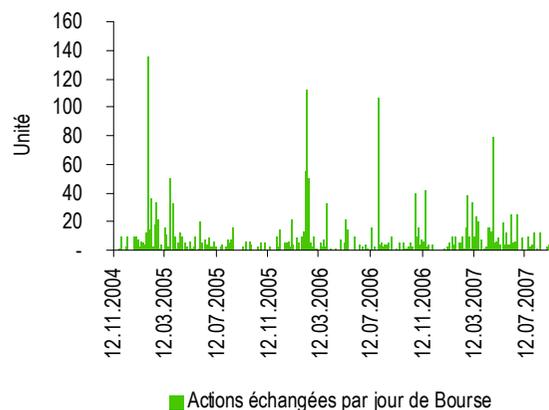
Source: calculs de Ernst & Young

<sup>1</sup> déterminé à l'aide de la valeur médiane du groupe de comparaison; voir l'annexe

## Le volume des transactions a été inférieur à 0,1% du nombre d'actions nominatives en circulation au cours des 60 jours de cotation – l'action SMH ne peut donc pas être qualifiée de liquide

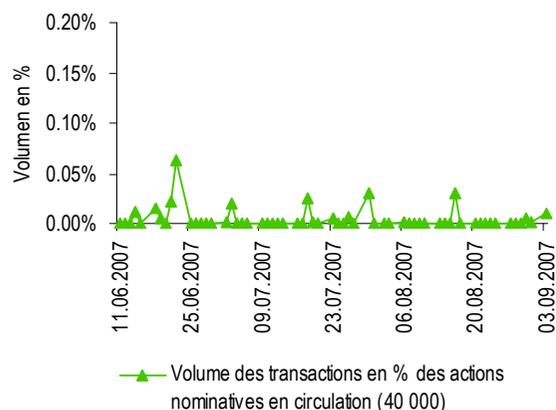
### Volume des transactions de la fin 2004 au 3 septembre 2007

Source: Bloomberg



### Volume des transactions en % des actions nominatives en circulation (40 000)

Source: Bloomberg



### Analyse du prix de l'action et du volume des actions

Le graphique suivant montre l'évolution des cours de l'action SMH depuis la fin 2004 avant la publication de la transaction le 4 septembre 2007.

Le prix offert de 5303 CHF par action SMH correspond au cours moyen pondéré en volume des 60 derniers jours de Bourse avant la publication de l'offre.<sup>1</sup>

Le volume moyen des transactions de l'action SMH au cours des 60 derniers jours de Bourse avant la publication de l'offre de rachat par Nestlé était de deux actions par jour et représentait moins de 0,1% des actions en circulation. La liquidité de l'action SMH peut donc être qualifiée d'extrêmement faible.

### Evolution du cours de l'action de la fin 2004 au 3 septembre 2007 inclus

Source: Bloomberg, Annonce préalable de l'offre publique d'achat de Nestlé du 4 septembre 2007



<sup>1</sup> Formule de calcul =  $\sum [(cours\ d'ouverture + cours\ de\ clôture) / 2 * volume\ quotidien] / volume\ total\ pendant\ 60\ jours\ de\ cotation$

## Evaluation globale

---

- 11. Aperçu des résultats
- 12. Résultat de l'expertise

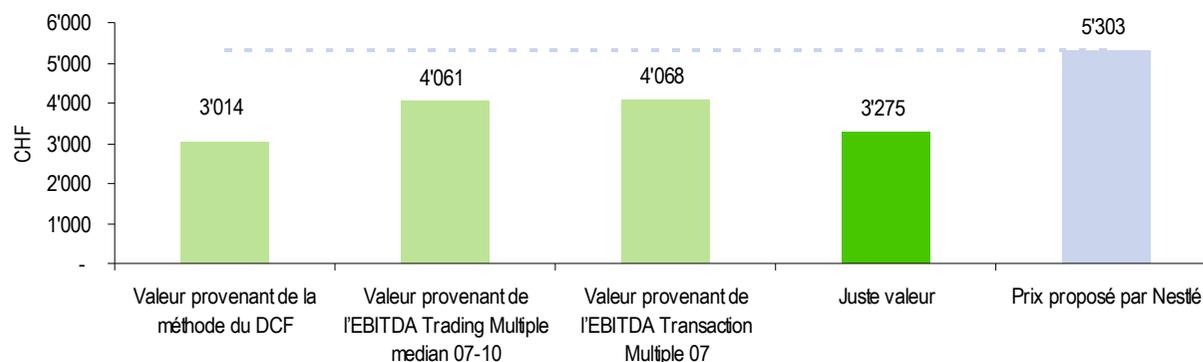
## Sur la base des évaluations réalisées, nous obtenons une valeur de 3275 CHF par action SMH

### Aperçu des résultats

Le graphique ci-dessous résume les valeurs par action SMH calculées à l'aide des différentes méthodes.

#### Valeur par action nominative SMH d'une valeur nominale de 125 CHF

Source: Ernst & Young, Annonce préalable de l'offre publique d'achat de Nestlé du 4 septembre 2007



Sur la base du business plan élaboré par le management de SMH, nous obtenons une valeur par action de 3014 CHF avec la méthode DCF. La valeur déterminée à l'aide des « Trading Multiples » est de 4061 CHF et celle calculée avec les « Transaction Multiples » de 4068 CHF.

Sur la base de l'évaluation DCF mais en tenant également compte de la valeur déterminée avec les approches par la valeur de marché, nous déterminons une juste valeur de 3275 CHF par action SMH.

## Le prix de 5303 CHF par action SMH offert par Nestlé est supérieur à la valeur de 3275 CHF par action SMH que nous avons déterminé

### Evaluation globale

L'évaluation s'est essentiellement appuyée sur l'analyse DCF, car la valeur d'une entreprise est fondamentalement déterminée par son potentiel à générer des cash flows futurs. La méthode du cash flow actualisé tient lieu de méthode de référence dans l'évaluation des entreprises.

Les méthodes d'évaluation du marché à l'aide d'entreprises cotées comparables et de transactions d'entreprise comparables ont en outre été prises en considération. L'évolution du cours de l'action SMH au cours des dernières années a également été retenue dans une comparaison avec le prix de l'offre. Elle n'est cependant pas pertinente en raison du faible volume de transactions.

Les analyses et évaluations réalisées par Ernst & Young débouchent sur une juste valeur de 3275 CHF par action nominative de SMH. Notre évaluation se fonde en principe sur la valeur DCF, mais tient également compte des valeurs reposant sur la méthode de la valeur de marché.

L'offre d'achat de Nestlé à hauteur de 5303 CHF par action nominative est ainsi supérieure à la valeur que nous avons déterminée. Le prix proposé par Nestlé correspond au cours moyen des 60 derniers jours de cotation pondéré en fonction du volume.<sup>1</sup>

Zürich, 12. Oktober 2007

Ernst & Young AG

Louis Siegrist

Partner

Jürg Stucker

Senior Manager

<sup>1</sup> Formule de calcul =  $\sum [(cours\ d'ouverture + cours\ de\ clôture)/2 * volume\ quotidien] / volume\ total\ pendant\ 60\ jours\ de\ cotation$

## Annexe

---

13. Bêta et structure du capital du groupe de comparaison pour le calcul de la valeur de l'entreprise à l'aide de la méthode DCF
14. Calcul des multiples EBITDA du groupe de comparaison constitué d'entreprises cotées (Trading Multiples)
15. Description des entreprises du groupe de comparaison pour le calcul du bêta, de la structure du capital et des Trading Multiples
16. Calcul des multiples EBITDA de transactions comparables (Trading Multiples)
17. Description des entreprises du groupe de comparaison pour le calcul des Transaction Multiples

## Bêta et structure du capital du groupe de comparaison pour le calcul de la valeur de l'entreprise à l'aide de la méthode DCF, valeurs arrondies

Entreprise (par ordre alphabétique)	Ticker	Pays	Monnaie	CB FY06A	CE FY06A	VE	CE / VE in % FY06A	Bêta ajusté FY06A	Taux d'imposition de la société <sup>1</sup>	Bêta "un- levered" FY06A
<i>[en mio.]</i>										
Barr (A.G.) Plc	BAG LN	BRITAIN	GBP	237	-	237	0.0%	0.5	30.0%	0.5
Coca-Cola Enterprises Inc	CCE US	UNITED STATES	USD	11'687	10'022	21'709	46.2%	0.7	35.0%	0.5
Cott Corp	BCB CN	CANADA	USD	778	385	1'184	32.5%	0.8	22.1%	0.6
Grupo Continental SA	CONTAL* MM	MEXICO	MXN	17'250	-	17'256	0.0%	0.6	29.0%	0.6
Hansen Natural Corp	HANS US	UNITED STATES	USD	4'548	0	4'548	0.0%	1.6	35.0%	1.6
Jones Soda Co	JSDA US	UNITED STATES	USD	241	0	241	0.0%	1.0	35.0%	1.0
Mineralbrunnen Ueberkingen-Teinach AG	MUT GR	GERMANY	EUR	177	35	211	16.3%	0.3	25.0%	0.3
National Beverage Corp	FIZZ US	UNITED STATES	USD	395	-	396	0.0%	1.1	35.0%	1.1
Pepsi Bottling Group Inc	PBG US	UNITED STATES	USD	8'417	5'128	14'085	36.4%	0.9	35.0%	0.6
PepsiAmericas Inc	PAS US	UNITED STATES	USD	3'868	1'703	5'571	30.6%	0.6	35.0%	0.5
Spadel SA	SPA BB	BELGIUM	EUR	312	13	325	4.1%	0.5	33.0%	0.5
Staatl Mineralbrunnen AG Bad Brueckenau	SLB GR	GERMANY	EUR	24	8	32	24.6%	0.3	25.0%	0.3
Sumolis Comp IND Fruta Bebid	SUMO PL	PORTUGAL	EUR	97	65	164	39.7%	0.5	25.0%	0.4
Vermont Pure Holdings Ltd	VPS US	UNITED STATES	USD	41	4	82	50.4%	0.6	35.0%	0.3
<b>Moyenne</b>				<b>3'434</b>	<b>1'243</b>	<b>4'717</b>	<b>20.1%</b>	<b>0.7</b>	<b>31.0%</b>	<b>0.6</b>
<b>Médiane</b>				<b>354</b>	<b>24</b>	<b>360</b>	<b>20.4%</b>	<b>0.6</b>	<b>34.0%</b>	<b>0.5</b>
<b>Ecart type</b>				<b>5'382</b>	<b>2'885</b>	<b>7'388</b>	<b>19.2%</b>	<b>0.3</b>	<b>4.9%</b>	<b>0.4</b>

Source: Bloomberg, 14 septembre 2007

<sup>1</sup> Taux d'imposition pour les entreprises pour l'impôt sur le revenu dans le pays correspondant (source: Ernst & Young)

## Calcul des multiples EBITDA du groupe de comparaison constitué d'entreprises cotées (Trading Multiples), valeurs arrondies

Entreprise (par ordre alphabétique)	Ticker	Pays	Monnaie	VE	EBITDA FY07B	VE / EBITDA FY07B	EBITDA FY08F	VE / EBITDA FY08F	EBITDA FY09F	VE / EBITDA FY09F	EBITDA FY10F	VE / EBITDA FY10F
<i>[en mio.]</i>												
Barr (A.G.) Plc	BAG LN	BRITAIN	GBP	237	24	9.9	26	9.1	27	8.8	29	8.2
Coca-Cola Enterprises Inc	CCE US	UNITED STATES	USD	21'709	2'546	8.5	2'668	8.1	2'789	7.8	2'901	7.5
Cott Corp	BCB CN	CANADA	USD	1'184	146	8.1	174	6.8	180	6.6	207	5.7
Grupo Continental SA	CONTAL* MM	MEXICO	MXN	7'256	2'492	6.9	2'732	6.3	3'007	5.7	n.a.	n.a.
Hansen Natural Corp	HANS US	UNITED STATES	USD	4'548	249	18.3	330	13.8	390	11.7	n.a.	n.a.
Jones Soda Co	JSDA US	UNITED STATES	USD	241	5	48.1	9	26.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mineralbrunnen Ueberkingen-Teinach AG	MUT GR	GERMANY	EUR	211	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
National Beverage Corp	FIZZ US	UNITED STATES	USD	396	47	8.4	40	9.9	43	9.2	n.a.	n.a.
Pepsi Bottling Group Inc	PBG US	UNITED STATES	USD	14'085	1'747	8.1	1'839	7.7	1'903	7.4	1'951	7.2
PepsiAmericas Inc	PAS US	UNITED STATES	USD	5'571	617	9.0	666	8.4	703	7.9	n.a.	n.a.
Spadel SA	SPA BB	BELGIUM	EUR	325	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Staatl Mineralbrunnen AG Bad Brueckenau	SLB GR	GERMANY	EUR	32	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sumolis Comp IND Fruta Bebid	SUMO PL	PORTUGAL	EUR	164	19	8.6	20	8.2	22	7.5	22	7.5
Vermont Pure Holdings Ltd	VPS US	UNITED STATES	USD	82	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Moyenne</b>						<b>13.4</b>		<b>10.5</b>		<b>8.1</b>		<b>7.2</b>
<b>Médiane</b>						<b>8.6</b>		<b>8.3</b>		<b>7.8</b>		<b>7.5</b>
<b>Ecart type</b>						<b>12.6</b>		<b>6.1</b>		<b>1.7</b>		<b>0.9</b>

Source: Bloomberg, 14 septembre 2007

## Description des entreprises du groupe de comparaison pour le calcul du bêta, de la structure du capital et des Trading Multiples

### Description des entreprises (« Trading Multiples »)

#### **Barr (A.G.) Plc**

A.G. Barr p.l.c. produit et vend des boissons non alcoolisées. La société produit Orangina, Irn-Bru, Tizer, St. Clements, D & B, Strike Cola, Barr et d'autres marques dans ses usines disséminées sur tout le territoire britannique. A.G. Barr distribue ses produits au niveau national.

#### **Grupo Continental SAB de CV**

Grupo Continental, S.A.B. produit et commercialise des boissons non alcoolisées. La société embouteille Coca-Cola et d'autres boissons de marque, y compris Coca-Cola, Coca-Cola Light, Fanta, Sprite, Sprite Light, Fresca, Lift, Delaware Punch, Senzao, et l'eau minérale Ciel. Continental a des usines à Durango, Coahuila, Zacatecas, Aguascalientes, San Luis Potosi, Jalisco et Colima.

#### **Mineralbrunnen Ueberkingen-Teinach AG**

Mineralbrunnen Ueberkingen-Teinach AG produit et commercialise des différentes eaux minérales. Parmi les produits figurant des eaux de source médicales, des eaux minérales, des jus de fruits et des limonades. Mineralbrunnen exploite en outre un hôtel avec spa. Les produits «Ueberkingen», «Staatl. Fachingen» et «Teinacher» sont des marques établies en Europe.

#### **Coca-Cola Enterprises Inc**

Coca-Cola Enterprises Inc. produit et commercialise des produits de Coca-Cola Company. La gamme de produits inclut des boissons rafraîchissantes non-alcoolisées, y compris des eaux gazeuses, des jus de fruits, des boissons isotoniques, des thés et des sodas. Coca-Cola Enterprises opère aux Etats-Unis, au Canada et dans certains pays européens.

#### **Hansen Natural Corp**

Hansen Natural Corporation commercialise des jus de fruits, des shakes aux fruits, des cocktails de fruits, des thés glacés, des limonades, des boissons énergétiques et de l'eau plate. Hansen commercialise ses produits sous le nom de Hansen's Natural aux Etats-Unis et outremer.

#### **National Beverage Corp**

National Beverage Corp. est un holding qui produit et commercialise des boissons par le biais de ses filiales. Les produits comptent des boissons non alcoolisées aromatisées, des jus et de produits à base de jus, ainsi que des eaux de source aromatisées et gazéifiées ainsi que des produits spéciaux.

#### **Cott Corp**

Cott Corporation produit et distribue toute une série de boissons Premium. La gamme compte des produits sans alcool, des boissons tendance non-alcoolisées, des thés glacés, des jus de fruits, des boissons pour le sport et de l'eau. Cott exploite des sociétés d'embouteillage au Canada, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. La société commercialise ses boissons dans le monde entier par le biais de revendeurs.

#### **Jones Soda Co**

Jones Soda Co. produit et distribue toute une série de boissons soda et fruités. Les boissons sont mercantilisées sous les marques Jones Soda et Jones Juices à Canada et en USA.

#### **Pepsi Bottling Group Inc**

Pepsi Bottling Group, Inc. produit et distribue des boissons de Pepsi-Cola avec et sans gaz carbonique. La société vend ses produits aux Etats-Unis, au Canada, en Espagne, en Grèce et en Russie. Pepsi Bottling distribue par ailleurs d'autres produits de marque tels que Mountain Dew, Lipton Brisk, Slice, Aquafina et Starbucks Frappuccino.

## Description des entreprises du groupe de comparaison pour le calcul du bêta, de la structure du capital et des Trading Multiples

### **PepsiAmericas Inc**

PepsiAmericas, Inc. produit, emballe et distribue des boissons non alcoolisées et des eaux aux Etats-Unis et dans les Caraïbes. Parmi les produits de la société figurent Pepsi, Lipton Brisk, Mountain Dew, FruitWorks ,AquaFina, 7-up, Welch's, Slice, Mug Root Beer, Frappuccino , Sunkist, Dr. Pepperand Hawaiian Punch.

### **Sumolis Comp IND Fruta Bebid**

Sumolis - Companhia Industrial de Frutas e Bebidas, S.A. produit et distribue des boissons non alcoolisées, de l'eau, des jus de fruits, des boissons au malt et de la bière. La société commerciale en outre des concentrés, des bonbons et des gelés. Le produit phare de Sumolis est une boisson aux fruits gazéifiée vendu sous le nom de Sumol. La société distribue en outre 7up et Pepsi au Portugal.

### **Spadel SA**

Spadel SA produit et commercialise de l'eau minérale, de la limonade et des jus de fruits. La société distribue en outre des systèmes de réfrigération d'eau et des fontaines à eau à des clients professionnels. Spadel exploite par ailleurs une source thermale près de Spa, Belgique et un laboratoire de recherche dédié à l'eau.

### **Vermont Pure Holdings Ltd**

Vermont Pure Holdings, Ltd. embouteille et commercialise des eaux de source naturelles. L'activité de la société porte essentiellement sur la commercialisation de l'eau de source sous le nom de Vermont Pure à des revendeurs, à des clients finaux privés et professionnels en Nouvelle-Angleterre, à New York et sur la côte Atlantique.

### **Staatl Mineralbrunnen AG Bad Brueckenau**

Staatl. Mineralbrunnen AG Bad Brueckenau produit et distribue de l'eau minérale et d'autres boissons, y compris de la limonade et différentes eaux aromatisées sous la marque Bad Brueckenauer, Pocco et Siegsdorfer Petrusquelle.

Source: Bloomberg, 14 septembre 2007

## Calcul des multiples EBITDA de transactions comparables (Trading Multiples), valeurs arrondies

Société cible (ordre alphabétique)	Acheteur	Chiffre d'affaires	Caleur FP implicite	CE	VE	EBITDA	VE / EBITDA	Volume des transactions
<i>[en MUSD]</i>								
Apollinaris & Schweppes GmbH & Company	Cadbury Schweppes plc	127	203	14	217	25	8.7	160
Coca-Cola FEMSA, SAB de CV (part minoritaire de 8.02%)	Fomento Economico Mexicano, S.A. de C.V. (Femsa)	4'724	5'329	1'478	6'807	683	10.0	1'906
Dr Pepper / Seven Up Bottling Group LP (par de 53.00%)	Cadbury Schweppes plc	2'000	630	587	1'217	204	6.0	921
DS Waters of America, L.P.	Kelso & Company	n.a.	500	n.a.	500	90	5.6	500
Efes Sinai Yatirim Holding AS	Coca Cola Icecek AS	90	274	31	305	18	16.9	305
Glas Moerdijk BV	Rexam plc	n.a.	54	n.a.	54	11	4.9	54
Grupo Empresarial Bavaria	SABMiller Plc (autrefois South African Breweries Plc (SAB))	1'904	4'875	2'820	7'695	765	10.1	6'695
Hartwall Oy (filiale de S&N)	Scottish & Newcastle plc	705	1'724	120	1'845	196	9.4	1'845
Lanitis Bros Public Limited	3E (Cyprus) Limited	122	90	n.a.	90	11	8.5	90
Marie Brizard et Roger International SA (part de 69.30%)	Belvedere SA	457	365	n.a.	365	34	10.7	365
Merrydown Plc	SHS Group Ltd	38	69	(4)	66	4	18.1	58
Orangina SA (autrefois Cadbury Schweppes European Beverages)	Blackstone Group Holdings LLC; Lion Capital (précédemment Hicks Muse Tate & Furst Inc European division)	1'243	2'169	n.a.	2'169	265	8.2	2'169
Panamerican Beverages, Inc.	Coca-Cola FEMSA, SAB de CV	2'651	2'769	858	3'627	520	7.0	3'627
Refresco Holding BV	FL Group hf (autrefois Flugleidir); Vifillfell hf	733	558	n.a.	558	78	7.2	558
Sanafrutta SpA (part de 80%)	La Doria SpA	68	19	28	47	5	10.1	43
Teisseire France SA (part de 72.00%)	Fruite Entreprises SA	208	119	12	132	21	6.2	98
<b>Moyenne</b>		<b>1'077</b>	<b>1'234</b>	<b>595</b>	<b>1'606</b>	<b>183</b>	<b>9.2</b>	<b>1'212</b>
<b>Médiane</b>		<b>581</b>	<b>432</b>	<b>76</b>	<b>432</b>	<b>56</b>	<b>8.6</b>	<b>433</b>
<b>Ecart type</b>		<b>1'348</b>	<b>1'720</b>	<b>925</b>	<b>2'421</b>	<b>252</b>	<b>3.7</b>	<b>1'787</b>

Source: [www.mergermarket.com](http://www.mergermarket.com), 17 septembre 2007

## Description des entreprises du groupe de comparaison pour le calcul des Transaction Multiples

### Description des entreprises (« Transaction Multiples »)

#### **Apollinaris & Schweppes GmbH & Company**

Apollinaris & Schweppes produit de l'eau minérale et des boissons non alcoolisées en Allemagne. Le portefeuille de marques inclut l'eau minérale Apollinaris et les boissons de marque Schweppes.

#### **DS Waters of America, L.P.**

DS Waters produit de l'eau en Amérique du Sud et la vend à des revendeurs professionnels, à des clients finaux privés et commerciaux. La société entretient par ailleurs un service de livraison de café. DS Waters est leader dans la commercialisation d'eau en bouteilles individuelles, en gallons de 1 et de 5 litres à des clients privés et commerciaux aux Etats-Unis. Le siège est à Atlanta, Géorgie. L'eau est embouteillée dans 25 usines.

#### **Grupo Empresarial Bavaria**

Le groupe Bavaria en Colombie produit et commercialise de la bière, des boissons au malt, des boissons aux fruits et de l'eau. La gamme de produits inclut des marques telles que Cervuni3n & Leona, Maltería Tropical, Productora de Jugos e Impresora. La société entretient 7 usines dans le pays.

#### **Coca-Cola FEMSA, SAB de CV (8.02% stake)**

Coca-Cola FEMSA, S.A. de C.Vest le deuxième embouteilleur de Coca-Cola au monde et contribue au chiffre d'affaires mondial de Coca-Cola à hauteur de près de 10%. Coca-Cola FEMSA produit Coca-Cola, Sprite, Fanta, Lift et d'autres boissons de la marque Coca-Cola. La société commercialise de l'eau, de la bière et d'autres boissons dans des pays tels que le Mexique, le Guatemala, le Brésil et l'Argentine.

#### **Efes Sinai Yatirim Holding AS**

Efes appartient à un groupe de sociétés qui commercialisent de la bière, des boissons au malt et non alcoolisées en Turquie, en Russie, en Europe du Sud-Est et au Proche-Orient. Efes exploite 15 brasseries, 6 usines de malt et une entreprise de transformation du houblon dans cinq pays. La société compte parmi les premières brasseries de sa région. L'activité boissons non alcoolisées compte actuellement 12 sociétés d'embouteillage avec une capacité annuelle d'environ 573 millions de conteneurs.

#### **Hartwall Oy (société filiale of S&N)**

Hartwall Ltd est un producteur de boissons finlandais. Parmi les principales marques de la société figurent Hartwall Jaffa Softdrinks, l'eau Hartwall Nouvelle et Upcider Cider tout comme les bières Lapin Kulta, Karjala and Foster's. Hartwall appartient au Britannique Scottish & Newcastle Group, qui est l'une des premières brasseries européennes

#### **Dr Pepper / Seven Up Bottling Group LP (53.00% stake)**

Dr. Pepper est la plus ancienne marque de boisson non alcoolisée aux Etats-Unis. Les premières boissons ont été vendues dès 1885. En 1986, Dr.Pepper a fusionné avec Seven-Up, Inc et a été racheté par Cadbury Schweppes en 1995.

#### **Glas Moerdijk BV**

Glas Moerdijk BV, une ancienne filiale de Heineken NV a été rachetée par Rexam en 2004. Rexam est le leader mondial de la production de matériaux d'emballage et le plus grand fabricant au monde de canettes et de bouteilles en plastique. Plus de 54 millions de récipients sont fabriqués chaque année.

#### **Lanitis Bros Public Limited**

La société implantée à Chypre produit et commercialise des boissons et possède une licence pour les produits Coca-Cola à Chypre. La gamme de produits inclut des jus de fruits, des produits laitiers et d'autres boissons.

## Description des entreprises du groupe de comparaison pour le calcul des Transaction Multiples

### Marie Brizard et Roger International SA (69.30% stake)

Marie Brizard est un producteur et vendeur français de liqueurs et de boissons à base de plantes, de fruits et d'épices. Le groupe vend environ 230 millions de bouteilles dans plus de 120 pays au monde via ses deux sociétés de distribution en France et en Espagne.

### Merrydown Plc

L'Anglais Merrydown se focalise sur la fabrication de cidre de qualité. Les principales marques sont Merrydown Vintage et Merrydown Gold.

### Orangina SA (autrefois Cadbury Schweppes European Beverages)

Orangina compte parmi les plus anciennes marques de boissons non alcoolisées au monde. La société produit des boissons enrichies en gaz carbonique et des jus de fruits. La gamme de produits comprend Orangina Standard, Orangina Orange Sanquine, Organgina Fire & Orangina Ice, ainsi que Orangina Light and Light Tentation

### Panamerican Beverages, Inc.

Panamerican Beverages, Inc., connu sous le nom Panamco LLC, est le deuxième embouteilleur de boissons Coca-Cola au monde et le leader de l'embouteillage de boissons en Amérique latine. Panamco a une licence d'embouteillage exclusive de Coca-Cola. Les affaires couvrent de larges pans d'Amérique du Sud. La société distribue aussi d'autres marques de Coca-Cola telles que Beat, Delaware Punch, Firescolita, Hit, Sprite, Fanta, Kuat, Quatro, Lift et Canada Dry.

### Refresco Holding BV

Refresco Holding a été dissociée du groupe de produits laitiers néerlandais Campina par un spin-off de Menken Drinks B.V et Refrescos de Sur Europa S.A. en 1999. Le groupe produit une large gamme de boissons non alcoolisées, de jus de fruits et de boissons énergétiques et fonctionnelles.

### Sanafrutta SpA (80% stake)

Sanafrutta était un holding italien dans le secteur des jus de fruits et appartient à présent à La Doria. Le groupe La Doria est un des leaders du secteur de l'alimentation. Il transforme et commercialise des produits à base de tomates, de légumes secs en conserves et de pâtes, de jus de fruits et d'autres produits apparentés.

### Teisseire France SA (72.00% stake)

Teisseire est un fabricant français de boissons non alcoolisées. Parmi les produits figurant des jus et des jus de fruits, des purées de fruits et des sirops. Avec ses deux marques Teisseire et Moulin de Valdonne, Teisseire figure parmi les leaders des sirops de fruits en supermarchés.

Source: site web des entreprises