

**Rapport de "Fairness Opinion" à l'attention du Conseil d'Administration  
de Canon (Suisse) SA, Dietlikon**

relatif à

l'appréciation de l'adéquation financière de l'offre publique d'achat de Canon Europa N.V.,  
Amstelveen, Pays-Bas, portant sur toutes les actions publiques des actionnaires minoritaires  
de Canon (Suisse) SA, Dietlikon, Suisse.

Zürich, le 31 août 2009

## Glossaire

Canon Europa	Canon Europa N.V.
Canon Suisse	Canon (Suisse) SA
CAPM	Capital Asset Pricing Model (ou “MEDAF”, Modèle d’évaluation des actifs financiers)
CBS	Canon Business Solutions
CCI	Canon Consumer Imaging
CDS	Credit Default Swap
CHF	Franc suisse
DCF	Discounted Cash Flow (ou “cash-flows actualisés”)
Direction	La Direction de Canon (Suisse) SA
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (ou “résultats opérationnels avant intérêts et impôts”)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (ou “résultats opérationnels avant intérêts, impôts et amortissements”)
EUR	Euro
EV	Enterprise Value (ou “valeur d’entreprise opérationnelle”)
Inc.	Incorporated
m	Million
n.a.	Not available (non disponible)
N.V.	Naamloze Vennootschap
p.a.	Per annum
P/E	Price Earnings
PwC	PricewaterhouseCoopers SA
SA	Société Anonyme
SIX	Swiss Exchange
SMI	Swiss Market Index
WACC	Weighted Average Cost of Capital (ou “CMPC”, Coût Moyen Pondéré du Capital)
WRI	Walter Rentsch Immobilien AG
WRL	Walter Rentsch Logistik AG

## Table des matières

<b>1</b>	<b>Introduction</b>	<b>4</b>
1.1	Situation	4
1.2	Mandat	4
1.3	Procédure d'évaluation	4
1.4	Base d'évaluation	5
<b>2</b>	<b>Présentation de Canon (Suisse) SA</b>	<b>7</b>
2.1	Le Groupe Canon	7
2.2	Description des activités opérationnelles	7
2.2.1	Canon Business Solutions	7
2.2.2	Canon Consumer Imaging	8
2.3	Description des activités non-opérationnelles	8
2.4	Performance financière des activités opérationnelles	8
2.5	Commentaires sur les projections financières	9
<b>3</b>	<b>Considérations relatives à la valorisation Canon (Suisse) SA</b>	<b>11</b>
3.1	Évaluation par DCF	11
3.1.1	Base théorique de l'évaluation DCF	11
3.1.2	Application de la méthode DCF	12
3.2	Approche de marché	14
3.2.1	Approche des sociétés cotées comparables	14
3.2.2	Approche des transactions comparables	15
3.3	Considérations de la valeur d'actifs nets	15
<b>4</b>	<b>Analyse du volume et du prix de l'action</b>	<b>17</b>
<b>5</b>	<b>Conclusion</b>	<b>19</b>
<b>6</b>	<b>Annexes</b>	<b>20</b>
	Annexe 1: Beta et analyse de la structure du capital	20
	Annexe 2: Dérivation du coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC)	21
	Annexe 3: Multiples de sociétés cotées comparables	22
	Annexe 4: Multiples de transactions comparables	23

## **1 Introduction**

### **1.1 Situation**

Canon (Suisse) SA ("Canon Suisse" ou "la Société") est une société suisse dont le siège se trouve à Dietlikon, Suisse, et dont les actions sont cotées à la bourse suisse SIX. Les fonds propres se montent à CHF 247m (au 30 Juin 2009) et sont répartis entre 2'092'000 actions nominatives de CHF 10.00 chacune. Canon Suisse est le distributeur exclusif d'une vaste gamme de produits et de services Canon pour la Suisse.

Canon Europa N.V. ("Canon Europa") est une société basée aux Pays-Bas, filiale de Canon Inc. Japon, leader mondial dans le domaine de l'imagerie. Canon Europa possède actuellement 98.1% des actions de Canon Suisse.

Canon Europa a exprimé son intention d'émettre une offre publique d'achat destinée aux actionnaires minoritaires de Canon Suisse afin d'acquérir les actions restantes de la Société. L'offre de Canon Europa se structure sous la forme d'un paiement en liquide pour les actions de Canon Suisse pour un prix de CHF 94.00 par action.

### **1.2 Mandat**

Le Conseil d'Administration de Canon Suisse a mandaté PricewaterhouseCoopers SA ("PwC") afin d'établir un rapport de Fairness Opinion relatif à l'adéquation financière de l'offre publique d'achat décrite ci-dessus.

La Fairness Opinion doit, en tant qu'avis indépendant, donner aux membres du Conseil d'Administration et aux actionnaires de Canon Suisse l'assurance que le prix offert de CHF 94.00 par action de Canon Suisse est équitable et raisonnable d'un point de vue financier. Ce rapport résume les résultats de nos analyses. La Fairness Opinion peut être mise à disposition du public.

Ce rapport ne constitue pas une recommandation d'acceptation ou de refus de l'offre publique d'acquisition. Il ne contient pas non plus d'appréciation sur les conséquences qui peuvent découler d'une acceptation ou d'un refus de l'offre.

### **1.3 Procédure d'évaluation**

Afin d'apprécier l'adéquation de l'offre publique d'achat de Canon Europa, PwC a procédé à une analyse détaillée des éléments relatifs à la valeur de Canon Suisse. Le résultat de ces analyses conduit à des fourchettes de valeurs pour la valeur des fonds propres et la valeur par action nominale de Canon Suisse, au sein de laquelle devrait se situer une offre de prix plausible et considérée comme équitable.

L'analyse relative à la valeur de Canon Suisse se base sur le modèle d'affaire actuel, caractérisé par une relation d'affaires importante avec Canon Europa. Les transactions avec Canon Europa sont effectuées aux conditions normales de marché selon Canon Suisse. Les synergies potentielles et les coûts d'intégration pouvant résulter de la transaction n'ont pas été pris en compte.

Nos analyses se sont concentrées au niveau du Groupe Canon Suisse. Les effets potentiels sur les actionnaires individuels, en particulier concernant l'aspect fiscal, n'ont pas été pris en considération au sein de nos analyses. La réalisation d'une analyse détaillée serait difficilement envisageable compte tenu de la situation spécifique de chaque actionnaire.

Le modèle de Discounted Cash Flow ("DCF") constitue la méthode principale d'évaluation pour nos analyses. Différentes analyses de sensibilité ont été effectuées de manière à illustrer l'impact des variations de certains paramètres clés, afin de tenir compte du contexte économique actuel engendrant une certaine incertitude quant aux cash flow futurs.

Les résultats de la méthode DCF ont également été corroborés par le biais de l'approche de marché, à savoir l'analyse de multiples de sociétés cotées comparables, ainsi que l'analyse des transactions comparables impliquant des sociétés similaires.

Etant donné que Canon Suisse possède un portefeuille important de terrains et immeubles opérationnels et non-opérationnels, nous avons procédé à une analyse des travaux d'évaluation réalisés par des tiers. Nous avons ajusté et mis à jour les différents éléments obtenus lorsque jugé nécessaire.

#### **1.4 Base d'évaluation**

Dans le cadre de notre évaluation publique de l'offre de Canon Europa, PwC s'est basé sur les informations suivantes:

- Informations publiques disponibles concernant Canon Suisse jugées importantes pour l'analyse, y compris les rapports annuels de 2006 à 2008, les communiqués de presse et les articles de journaux;
- Informations internes détaillées préparées par la Direction de Canon Suisse jugées importantes pour notre analyse, telle que les dernières informations financières disponibles, le budget 2009 et les prévisions financières pour les années 2010 à 2012;
- Contrats et autres documents légaux ainsi que l'évaluation des divers aspects fiscaux;
- Informations reçues de Canon Suisse concernant le portefeuille immobilier;
- Analyse du marché des capitaux de Pictet & Cie ("The Performance of Stocks and Bonds in Switzerland"), Ibbotson Associates (2009 Yearbook), Damodaran (betas et coût du capital par branche, analyse datée de janvier 2009);
- Données du marché des capitaux et données financières concernant des sociétés cotées comparables, provenant principalement de Bloomberg et de rapports d'analystes jugés pertinents;
- Recherches relatives à des transactions comparables, provenant principalement des bases de données Mergermarket et Dealogic M&A Global;
- Historique des cours de bourse et volumes de transactions de Canon Suisse, provenant principalement des bases de données Bloomberg;
- Entretiens avec la Direction de Canon Suisse. Ces discussions ont notamment couvert des sujets tels que la situation financière et les résultats actuels de Canon Suisse, la stra-

tégie et les perspectives économiques de la Société, les principaux inducteurs de valeurs et les hypothèses formulées lors de la préparation des projections.

Dans le cadre de ce travail nous n'avons pas visité, ni inspecté physiquement les sites opérationnels de Canon Suisse. Les évaluations immobilières sont fondées sur les données contenues dans des rapports d'évaluation de tiers, ainsi que les hypothèses de PwC lorsque jugé nécessaire. Les données et analyses contenues dans ce rapport sont basées sur l'information disponible au jour de la publication de notre rapport et peuvent être sujettes à modification. PwC n'a procédé à aucune révision au sens de la loi et n'a pas effectué de Due Diligence. PwC n'a pas vérifié l'information fournie par Canon Suisse, ni les informations publiques et a considéré celles-ci comme complètes et exactes.

## **2 Présentation de Canon (Suisse) SA**

### **2.1 Le Groupe Canon**

Fondé en 1937, Canon Inc. ("Canon Inc." ou "le Groupe") est devenu un leader mondial en produits d'imagerie, en solution digitale pour la maison et le bureau et emploie plus de 160'000 personnes au niveau mondial. Bien que la réputation du Groupe ait depuis longtemps été associée à ses activités de production d'appareils photographiques, la gamme de produits comprend aujourd'hui un vaste choix d'équipements électroniques couvrant les services d'imagerie, de bureau ainsi que les solutions informatiques. De plus, Canon Inc. s'oriente de plus en plus vers le marché des services en offrant notamment une gestion de l'impression, du consulting et de la mise en place des produits.

Canon Inc. gère ses opérations européennes au travers de Canon Europa, qui représente près d'un tiers des ventes mondiales de Canon Inc. et emploie environ 11'000 personnes. Canon Europa est non seulement l'unique propriétaire de la plupart des sociétés de distribution européennes, mais également actionnaire majoritaire de Canon Suisse, détenant une participation majoritaire de 98.1% des actions en date du 30 juin 2009.

Canon Suisse est le distributeur exclusif d'une large gamme de produits Canon (provenant de Canon Europa) ainsi que de services. La Société possède des bureaux dans 11 emplacements en Suisse et emploie un total de 575 personnes à fin juin 2009.

### **2.2 Description des activités opérationnelles**

Les activités de Canon Suisse sont effectuées par le biais de deux divisions: Canon Business Solutions ("CBS") et Canon Consumer Imaging ("CCI"). Ces activités respectives sont détaillées ci-dessous.

#### **2.2.1 Canon Business Solutions**

La division CBS se concentre sur le support de sociétés dans le domaine du développement, de l'implémentation et de l'exécution de solutions lors de la mise en place de systèmes de bureautique, de la standardisation d'imprimantes et de l'impression professionnelle. CBS fournit également ses produits à des distributeurs. La division offre une solution intégrée de machines, de logiciels et des services correspondant ainsi que des solutions modulaires.

Historiquement, le succès de CBS était fondé sur une solution software qui permettait l'intégration des fonctions d'impression, de fax et de scanner. A cours des dernières années la pression concurrentielle s'est accrue de manière significative, en particulier dû au fait que de nombreux concurrents comblent leur retard dans ce domaine. Une augmentation de la concurrence est ainsi attendue dans les années à venir.

Les revenus de CBS se composent principalement des ventes de produits et des contrats de services. La majorité des revenus est issue des contrats de leasing sur plusieurs années, qui comprennent généralement un contrat de services qui leur sont rattachés.

### 2.2.2 Canon Consumer Imaging

La division CCI se concentre sur la vente d'équipements de photographie, de vidéo et de communication. CCI commercialise principalement ses produits à des grossistes et des distributeurs en Suisse.

Historiquement, le succès de CCI était fondé sur la position importante dans le marché des caméras. Aujourd'hui, la division offre une large gamme d'autres produits de consommation tels que les caméscopes, les imprimantes, les scanners, les fax, les jumelles, les calculatrices, les projecteurs ainsi que leurs accessoires respectifs.

Le marché de la caméra contribue toujours pour la majorité des revenus. La division a cependant introduit un système de commissions en 2003 ; les revenus présentés dans les rapports annuels ne représentent par conséquent que les commissions reçues.

Jusqu'en décembre 2008, la logistique pour les deux divisions était effectuée par Walter Rentsch Logistik AG ("WRL"), une ancienne filiale entièrement détenue par la Société. Depuis décembre 2008, Canon Suisse a vendu ses actifs de logistique à PostLogistics AG, une filiale de la Poste Suisse. Les services auparavant fournis à l'interne par WRL sont maintenant sous-traités à PostLogistics AG. Par la suite, les activités résiduelles de WRL ont été incorporées au sein de Canon Suisse.

## 2.3 Description des activités non-opérationnelles

En plus de ses deux divisions opérationnelles CBS et CCI, Canon Suisse possède également de nombreuses participations dans des placements immobiliers. D'un point de vue légal, Walter Rentsch Immobilien AG ("WRI"), une filiale détenue à 100% par Canon Suisse, est propriétaire et gère les opérations immobilières. Les immeubles non utilisés pour des activités opérationnelles par Canon Suisse sont loués à des tiers.

## 2.4 Performance financière des activités opérationnelles

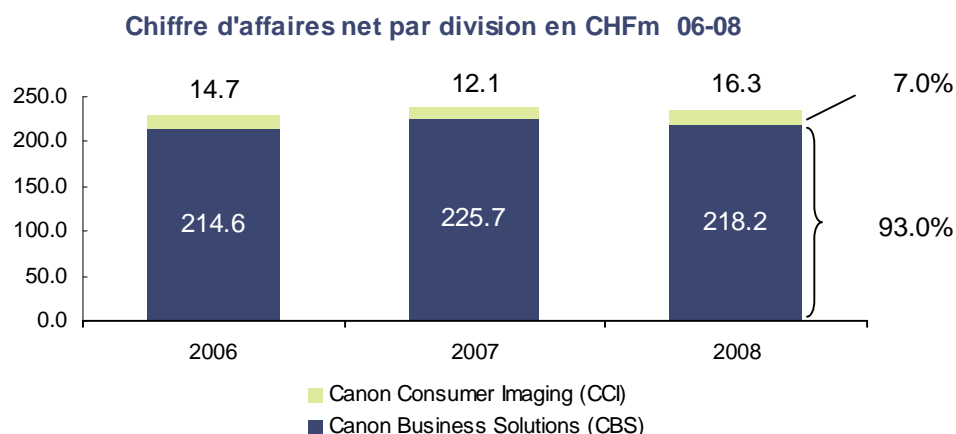
Le chiffre d'affaires net de Canon Suisse pour la période clôturant au 31 décembre 2008 se monte à CHF 234m, ce qui représente une baisse de 1.4% par rapport à 2007 (2007: augmentation de 3.6% par rapport à 2006). Malgré la diminution du chiffre d'affaires de CBS de 3.3% à CHF 218m (2007: 5.2% d'augmentation par rapport à 2006), les commissions de CCI ont augmenté de 34.4% et se montent à CHF 16m (2007: déclin de 17.7% par rapport à 2006). Selon la Direction, le déclin du chiffre d'affaires subit par CBS est principalement attribuable aux conditions économiques actuelles, à une demande stagnante au sein des marchés principaux ainsi qu'à une certaine pression exercée sur les prix et due à l'augmentation de la concurrence. Le marché des appareils photos a considérablement diminué au sein de la division CCI, induit par une saturation des marchés et une forte concurrence provenant du marché de la téléphonie mobile qui incorpore des appareils photos. L'augmentation des commissions résulte principalement d'un changement dans le système de commission ; les dépenses de marketing ayant été incluses pour la première fois en 2008 dans le calcul des commissions. Ces dépenses étaient auparavant comptabilisées de manière séparée ; ce changement n'a cependant pas eu d'impact sur le résultat opérationnel.

La marge brute en pourcentage du chiffre d'affaires augmente à 49.4% en 2008 comparé à 46.9% en 2007, provenant en partie de l'augmentation des revenus issus de commissions tel



que décrit ci-dessus (les pourcentages sont légèrement au dessus de ceux publiés dans les rapports annuels, car certains coûts, auparavant contenus dans les coûts des marchandises vendues ont été reclassés; ceci n'a toutefois pas eu d'impact sur le résultat opérationnel). L'EBIT atteint CHF 3.4m pour l'année 2008, en nette amélioration comparé à l'EBIT négatif de CHF 4.4m généré en 2007 (2006: CHF -0.1m ajusté à la nouvelle méthode de reporting), qui était sensiblement affecté par un coût du personnel élevé relatif au nouveau système de planification des ressources pour CBS.

Le graphique ci-dessous présente la répartition du chiffre d'affaires de Canon Suisse par division:



**Figure 1:** Répartition du chiffre d'affaires par division (source: rapports annuels).

## 2.5 Commentaires sur les projections financières

Les cash flow libres futurs sont estimés sur la base du modèle d'affaires de la Direction de Canon Suisse pour la valorisation des flux de trésorerie escomptés. Les principales hypothèses concernant la période 2009 à 2012 sont brièvement expliquées ci-dessous:

- La date d'évaluation a été fixée au 1er Juillet 2009. Par conséquent, seuls les cash flow libres futurs budgétés pour le deuxième semestre 2009 ont été pris en compte.
- Canon Suisse a subi une légère diminution de son chiffre d'affaires de CHF 238m en 2007 à CHF 234m en 2008; le chiffre d'affaires du premier semestre 2009 ayant également diminué de manière significative. En appliquant un calcul par extrapolation linéaire (en doublant les résultats du premier semestre 2009), le chiffre d'affaires pour 2009 se situe à 10% en dessous du niveau de l'année précédente. Sur la base des résultats actuels du premier semestre 2009, des conditions économiques actuelles, du niveau de saturation des marchés ainsi que la pression sur les prix exercée par la concurrence, la Direction s'attend à une diminution du chiffre d'affaires d'un dixième en comparaison à l'année 2008, pour se situer à CHF 214m. Bien que les prévisions 2010 soient estimées au même niveau que l'année précédente, une croissance modérée du chiffre d'affaires est projetée pour les années 2011 et 2012. L'évaluation prend en considération un chiffre d'affaires durable de CHF 227m.
- De 2006 à 2008 la marge brute en pourcentage du chiffre d'affaires se monte en moyenne à 48.8% (après reclassification de certaines charges). Dans une certaine mesure, des variations historiques de cette dernière peuvent être expliquées par un fort mouvement dans

les taux de change. Canon Suisse achète les marchandises en provenance de Canon Europa en francs suisses. Le prix d'achat en francs suisses se base sur un prix de transfert en Euro au niveau européen. Les prix de transfert libellé en Euro sont convertis en francs suisses par un taux de change qui est ajusté de manière périodique. D'après la Direction, les transactions avec Canon Europa sont effectuées aux conditions normales de marché. Pour les années 2009 à 2012, la marge brute décline graduellement afin d'atteindre un niveau durable légèrement supérieur à 48% pour les années postérieures à 2012 (perpétuité).

- Une diminution des frais opérationnels en pourcentage du chiffre d'affaires est estimée durant la période de prévisions. Une amélioration de la marge EBIT n'est pas attendue, celle-ci sera compensée par une diminution de la marge brute. La direction estime en moyenne une marge EBIT de 3.8% de 2009 à 2012. Pour les années au-delà de 2012, l'hypothèse d'une marge EBIT durable de 3.6% est formulée. Ce niveau est basé sur la marge EBIT moyenne de 2009 et 2012 après élimination de l'impact favorable du taux de change en 2009.
- Le budget pour les années 2009 à 2012 prévoit des investissements en actifs immobilisés et en équipements en leasing (leasings opérationnels). Les investissements en actifs immobilisés corporels ont été pris en compte de manière séparée car l'évaluation du portefeuille immobilier a été effectuée à part.
- En général, les activités de leasing de Canon Suisse sont financées uniquement de manière interne. Une augmentation des revenus de leasing engendre par conséquent une augmentation significative des créances de leasing à court et long terme, engendrant p.ex. une mobilisation importante des liquidités. Etant donné la récente diminution des revenus issus du leasing qui est caractérisée par une durée contractuelle s'étendant sur plusieurs périodes, nous estimons ces différents éléments comme constants au niveau du bilan et sans augmentation de capital immobilisé.
- Les hypothèses figurant ci-dessus ont été analysé et discuté avec la Direction de Canon Suisse. Nous soulignons le fait que les projections sont basées sur des chiffres historiques, sur l'expérience et la connaissance de la Direction dans le domaine de l'imagerie ainsi que sur des données et prévisions de marché.

### 3 Considérations relatives à la valorisation Canon (Suisse) SA

La détermination de la valeur de l'entreprise de Canon Suisse repose sur les méthodes suivantes:

- Méthode du Discounted Cash Flow;
- Approche de marché basée sur la comparaison avec des entreprises cotées comparables ainsi que des analyses de transactions similaires.

Les estimations calculées à partir de la méthode DCF forment la base de notre évaluation et de la définition d'une fourchette de valeur équitable pour la valeur des fonds propres de Canon Suisse ainsi que pour le prix par action. L'approche de marché a été utilisée afin de corroborer les résultats obtenus par la méthode DCF.

#### 3.1 Évaluation par DCF

##### 3.1.1 Base théorique de l'évaluation DCF

La valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux qui tient compte des risques et de la valeur de l'argent dans le temps.

Dans la pratique, cette valeur est estimée sur la base des cash-flows libres futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût du capital ("WACC"). Les cash-flows libres correspondent aux cash-flows bruts opérationnels après déduction des investissements relatifs aux actifs immobilisés et au fonds de roulement

La valeur opérationnelle d'entreprise est obtenue par les cash-flows libres futurs de la période de projection escomptés additionnés à la valeur résiduelle. Cette dernière sous-entend une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme.

Le calcul de la valeur résiduelle se base sur la capitalisation des cash flow libres perpétuels durables à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital ou "WACC") diminué d'un taux de croissance perpétuel hypothétique. Cette dernière sous-entend une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et incorpore un taux de croissance perpétuel hypothétique correspondant au taux d'inflation à long terme estimé pour la Suisse.

Le taux d'actualisation qui s'applique pour la capitalisation des cash-flows libres correspond au coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital ou "WACC"). Ce dernier se compose du coût des fonds propres et de celui de la dette après impôts et se base sur une structure de capital estimée.

Le coût des fonds propres regroupe deux composantes : le taux d'intérêt hors risque et la prime de risque pour fonds propres. L'estimation de la prime de risque pour fonds propres repose sur le modèle d'évaluation des actifs financiers ("Capital Asset Pricing Model" ou "CAPM"), selon lequel la prime de risque spécifique à une entreprise résulte de la prime de risque du marché multipliée par le "levered" beta. Le "levered" beta est une mesure du risque d'une entreprise par rapport au marché et dépend entre autre de sa propre structure de financement.

Le coût de la dette se compose d'un taux d'intérêt hors risque et d'une prime de risque supplémentaire. Cette prime de risque tient compte du fait qu'une entreprise ne peut emprunter des fonds au taux d'intérêt hors risque mais doit, en raison du risque inhérent à l'entreprise, payer aux bailleurs de fonds un supplément d'intérêt.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, il convient d'additionner la valeur des actifs hors exploitation (p. ex. liquidités excédentaires) à la valeur opérationnelle d'entreprise, puis de déduire les capitaux étrangers portant intérêts et les autres dettes ayant un effet sur la liquidité, afin d'obtenir la valeur des capitaux propres.

### 3.1.2 Application de la méthode DCF

Dans le contexte de l'évaluation de Canon Suisse selon la méthode du DCF, les cash-flows libres futurs ont été estimés pour la période de projection (2009 à 2012) sur la base des hypothèses décrites dans la section 2.5.

Dans le calcul de la valeur résiduelle (à partir de 2012), les cash-flows libres à long terme sont capitalisés à l'infini au taux du coût du capital, en tenant compte d'une croissance durable (formule dite de continuité de l'exploitation).

- Pour ce calcul, nous avons retenu un taux de croissance durable de 1.5% p.a., ce qui correspond à la moyenne de l'inflation à long terme (comprise entre 1% et 1.5%) en Suisse, marché où Canon Suisse effectue la quasi-totalité de ses affaires. Les cash-flows libres à long terme sont calculés sur la base de la dernière année des projections financières (2012) en tenant compte d'un taux de croissance durable de 1.5%, ainsi que d'une marge EBIT durable d'environ 3.6%.
- L'EBIT équivaut à la moyenne des marges EBIT estimée pour la période du plan financier, après avoir ajusté l'impact du taux de change favorable en 2009.
- Nous posons enfin l'hypothèse que les amortissements sont égaux aux investissements au niveau de la période résiduelle.

Les cash-flows libres sont actualisés au taux de WACC afin de déterminer la valeur actualisée des cash flows libres et la valeur résiduelle. Le WACC pour Canon Suisse a été estimé à 7.71%, sur la base d'un coût des fonds propres de 9.07% et d'un coût de la dette (après impôts) de 2.84%. Les divers paramètres employés pour le calcul du WACC sont brièvement présentés ci-dessous:

#### **Taux d'intérêt hors risque**

Le taux d'intérêt hors risque de 3.01% est estimé sur la base du rendement au jour de l'évaluation des emprunts de la Confédération suisse libellés en CHF sur une durée de 20 ans.<sup>1</sup>

#### **Prime de risque du marché**

Le calcul du coût moyen pondéré du capital considère une prime de risque du marché de 5.00%. Celle-ci se base sur l'écart entre le rendement moyen du marché des actions et celui des obligations suisses depuis 1926.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Source: Bloomberg, analyse des rendements de taux d'intérêts.

<sup>2</sup> Source: Pictet & Cie: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland 1926-2008, mise à jour janvier 2009.

**Beta**

Le beta "unlevered" est estimé sur la base de celui des entreprises cotées similaires et du beta de l'industrie<sup>3</sup>. Un beta de 0.95 pour Canon Suisse a été estimé sur la base de ces dernières. Le détail des betas des entreprises comparables est fourni à l'annexe 1. Le "levered" beta est dérivé du beta "unlevered" et est ajusté en fonction de la structure de financement de la société.

**Structure de financement**

Une structure de capital à long terme avec un taux d'endettement (net) de 27.93% a été estimée sur la base de la structure de financement moyenne des entreprises cotées comparables et de l'industrie. Des informations complémentaires concernant la structure de financement des entreprises cotées comparables sont fournies à l'annexe 1.

**Coût de la dette**

La prime de dette est dérivée sur la base des Credit Default Swaps ("CDS") émis pour Canon Inc. et se monte à 0.54% p.ex. en considérant que Canon Suisse a accès au marché de la dette à travers son actionnaire majoritaire Canon Europa. Grâce au financement interne du Groupe, Canon Suisse bénéficie d'une prime de la dette inférieure à celle qui serait en vigueur en position indépendante.

**Taux d'imposition**

Sur la base des discussions avec la Direction de Canon Suisse, nous avons retenu pour le calcul du WACC un taux d'imposition effectif à long terme de 20.04%, pour une société située à Dietlikon, Suisse.

Canon Suisse fait partie du groupe de sociétés de Canon Europa. Dès lors, nous n'avons pas appliqué de prime de risque pour petite capitalisation tel qu'il est généralement admis pour ce type de capitalisation boursière.

Par l'addition des valeurs actualisées des cash flow libres et de la valeur résiduelle nous obtenons la valeur opérationnelle de Canon Suisse. Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, la valeur des actifs non-opérationnels est ajoutée à ces derniers (actifs tels que les terrains et les immeuble, la valeur fiscale des reports de pertes, liquidités excédentaires), et la dette portant intérêt y est soustraite.

Afin de vérifier la plausibilité de la valeur obtenue par la méthode du DCF, PwC a procédé à des analyses de sensibilité en faisant varier différents paramètres: coût du capital, taux de croissance à long-terme, marge EBIT. Plusieurs scénarios s'écartant du modèle d'affaire de la Direction ont été établis afin d'analyser l'impact qu'auraient ces changements sur la valeur des fonds propres. Les constatations principales y relatives sont les suivantes:

<sup>3</sup> Unlevered beta = Levered beta / (1+(dette nette / fonds propres)). La dette nette se calcule comme étant la dette financière moins les liquidités non opérationnelles (hypothèse : les liquidités opérationnelles représentent 2.8% du chiffre d'affaires). Source des betas des sociétés comparables : Bloomberg - 1<sup>er</sup> Juillet 2009. Source des betas de l'industrie : site internet Damodaran, dernière mise à jour Janvier 2009. Source pour les liquidités opérationnelles : la Direction de Canon Suisse et le site internet Damodaran, dernière mise à jour Janvier 2009.

Analyse de sensibilité					
Variation du taux de croissance durable	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
<i>Impact sur le prix de l'action</i>	-4.7%	-2.5%	0.0%	2.9%	6.4%
Variation du coût du capital	8.71%	8.21%	7.71%	7.21%	6.71%
<i>Impact sur le prix de l'action</i>	-7.1%	-3.8%	0.0%	4.5%	9.8%
Variation de la marge EBIT durable	3.06%	3.31%	3.56%	3.81%	4.06%
<i>Impact sur le prix de l'action</i>	-6.3%	-3.2%	0.0%	3.2%	6.3%

**Figure 2:** Analyse de sensibilité (source: calculs PwC).

Sur la base de l'évaluation DCF et de l'analyse de sensibilité décrite ci-dessus, la fourchette de valeur concernant les fonds propres de Canon Suisse se monte de CHF 174m à CHF 195m. En se basant sur un total d'actions de 2'092'000, la valeur par action de Canon Suisse est comprise au sein d'une fourchette de prix allant de CHF 83.00 à CHF 94.00.

## 3.2 Approche de marché

Dans le cadre de cette méthode, la valeur de marché des entreprises cotées comparables, estimée sur la base des cours de bourse actuels, est mise en relation avec les chiffres-clés de chaque entreprise cotée ou sur la base de transactions passées concernant des sociétés cotées ou non-cotées. La valeur des fonds propres est dérivée en soustrayant la valeur des fonds étrangers de la valeur de la société.

### 3.2.1 Approche des sociétés cotées comparables

Dans l'approche par les sociétés comparables, la valeur de marché de la société cotée est déterminée en se basant sur ses fonds propres (market capitalization) et sur les fonds étrangers, puis mis en rapport avec divers éléments financiers clés. Les multiples résultants sont ensuite respectivement appliqués aux éléments financiers clés de la société à évaluer et une valeur hypothétique de marché est calculée.

Des sociétés comparables ont été sélectionnées parmi des sociétés cotées de l'industrie mondiale de l'imagerie. Ces sociétés sont cotées sur les marchés boursiers européens, américains et asiatiques.

Les éléments financiers clés des sociétés comparables ont été obtenus des rapports d'analystes pour les années 2009, 2010, 2011, et 2012. Les multiples médians des sociétés cotées comparables ont ensuite été appliqués aux éléments financiers clés de Canon Suisse.

Du fait que les sociétés cotées comparables identifiées contiennent toutes, dans une certaine mesure, des installations de production, aucunes d'entre elles ne peuvent être considérées comme de pures sociétés de grossistes. Nous avons ainsi estimé raisonnable de ne se fier qu'à des multiples d'EBIT de sociétés comparables cotées étant donné l'exposition limitée de ce ratio aux distorsions causées par différents niveaux de profitabilité et d'amortissements. Notre analyse de multiples de sociétés cotées comparables est présentée dans l'annexe 3.

Une valeur des fonds propres de Canon Suisse se situant entre 174m et CHF 193m a été définie sur la base l'analyse des multiples de l'EBIT. Une fourchette de valeurs de CHF 83.00

à CHF 93.00 par action de Canon Suisse est obtenue pour un total de 2'092'000 actions. Ces résultats valident de manière satisfaisante la fourchette de prix obtenue par la méthode DCF.

### 3.2.2 Approche des transactions comparables

Une recherche de transactions concernant des sociétés cotées en bourse ou privées opérant dans l'industrie de l'imagerie a été effectuée. Les transactions ayant eu lieu sur la période comprenant les quatre dernières années ont été considérées.

Il convient de noter que les prix payés pour ces sociétés sont souvent biaisés à la hausse dû au fait que les acquéreurs paient généralement une prime afin d'obtenir une majorité des parts de la société cible. Il se peut que la validité et la pertinence de cette approche soit légèrement biaisée par le niveau de transactions comparables passé excluant les conditions anormales d'évaluations et de financement prévalant au sein du contexte économique actuel.

Nous avons identifié diverses transactions impliquant des sociétés actives dans le domaine de l'imagerie. Parmi elles, le rachat de Ikon Office Solutions effectué par Ricoh en 2008, l'acquisition de Danka Office Imaging Company par Konica Minolta en 2008, ou encore l'acquisition de Imagistics International par Océ N.V. en 2005.

Nous calculons des multiples pour chaque transaction en se basant sur l'information publique disponible au niveau des transactions jugées comme comparables. Comme la plupart des sociétés acquises dans les transactions comparables se concentrent en particulier sur les activités de grossistes, nous estimons approprié l'utilisation de multiples de ventes, EBITDA et EBIT dans le but de corroborer les résultats obtenus par la méthode DCF.

La valeur de marché basées sur des transactions comparables récentes nous indique une fourchette de valeurs se situant entre CHF 194m et CHF 206m pour les fonds propres de Canon Suisse. Une fourchette de valeurs de CHF 92.00 à CHF 99.00 par action de Canon Suisse est obtenue pour un total de 2'092'000 actions. Ce résultat valide la fourchette de valeur obtenue par la méthode DCF, tout en considérant l'éventualité d'un biais à la hausse qu'une prime de contrôle pourrait causer.

### 3.3 Considérations de la valeur d'actifs nets

Canon Suisse a pris une décision stratégique de financer ses opérations de leasing au niveau interne, en supposant que cela permettrait une relation plus étroite avec sa clientèle et ainsi représenter un certain avantage compétitif. Le résultat de cette décision débouche sur une mobilisation importante de liquidités dans le bilan de Canon Suisse, à savoir plus de 50% des actifs totaux étant composés de créances de leasing. La part de ces créances dépasse 70% du total du bilan en date du 30 Juin 2009 si l'on exclut le portefeuille immobilier.

La comparaison des revenus d'exploitation de Canon Suisse avec son niveau important de capital investi révèle un ratio de rendement économique peu favorable, soit des rendements actuels et projetés en dessous de la « norme » de rendement, cette dernière correspondant au coût moyen pondéré du capital. Les actifs totaux de Canon Suisse peuvent ainsi être considérés comme sous-performant.

Par conséquent, la valeur comptable des fonds propres de Canon Suisse de CHF 247m dépassent nettement la fourchette de valeur de fonds propres de CHF 174m à CHF 195m provenant de l'évaluation par la méthode DCF, corroboré par les méthodes de multiples du mar-

ché. La théorie suggère dans ce type de situation de prendre également en considération la valeur liquidative de la société; cette dernière représentant la limite inférieure de la valeur des fonds propres de l'entreprise.

La valeur comptable des fonds propres de CHF247m est fondée sur l'hypothèse de continuité d'exploitation. Toutefois, si les différents actifs de la Société devaient être vendus sur la base d'un scénario de liquidation, la valeur des actifs nets pourrait sensiblement dévier du montant actuel basé sur le principe de continuité d'exploitation. En d'autres termes, les créances de leasing sont entièrement recouvrables uniquement sous une hypothèse de continuité d'exploitation. Dans un scénario de liquidation de la Société, un rabais devrait probablement être appliqué à ces éléments. Les mêmes considérations peuvent être formulées sur les autres éléments du bilan de Canon Suisse.

La valeur des actifs nets de Canon Suisse pourrait ainsi descendre en dessous de la fourchette indiquée lors de la méthode DCF lorsqu'il est tenu compte d'un rabais potentiel sur les créances de leasing et des diverses implications fiscales qu'engendrerait une procédure de liquidation.



#### 4 Analyse du volume et du prix de l'action

Le prix offert de CHF 94.00 par action de Canon Suisse se situe 33.2% au dessus du prix de clôture moyen de l'action Canon Suisse au cours des 60 derniers jours de cotation précédant le jour d'évaluation (CHF 70.58 par action, actions non cotées quotidiennement).

Durant les deux mois qui précèdent la date d'évaluation, l'action est restée non négociée 37 fois (88.1% des observations), inchangée une fois (2.4% des observations), a baissé une fois (2.4% des observations) et a augmenté trois fois (7.1% des observations). Le graphique de l'action Canon Suisse ci-dessous montre les cours historiques ainsi que le volume d'actions négociées sur une base quotidienne durant une période de trois ans précédant le jour de l'évaluation.

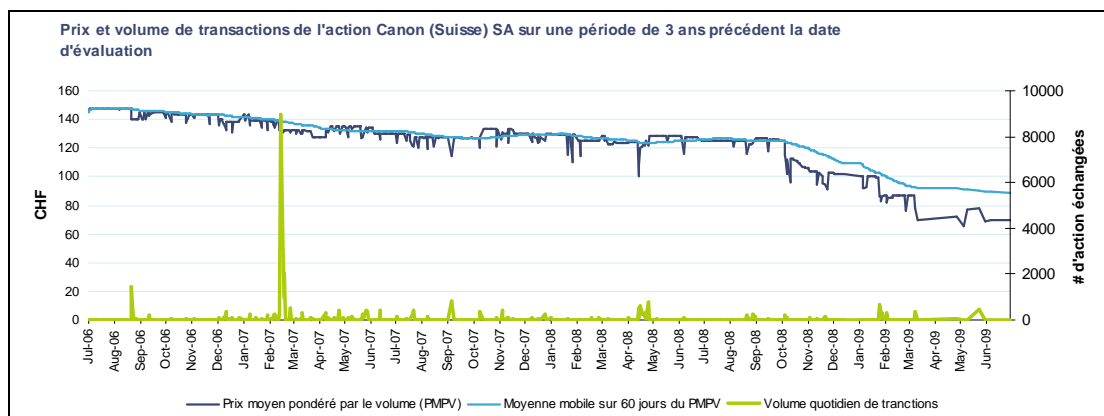


Figure 3: Cours de l'action et volumes de transaction (source: Bloomberg).

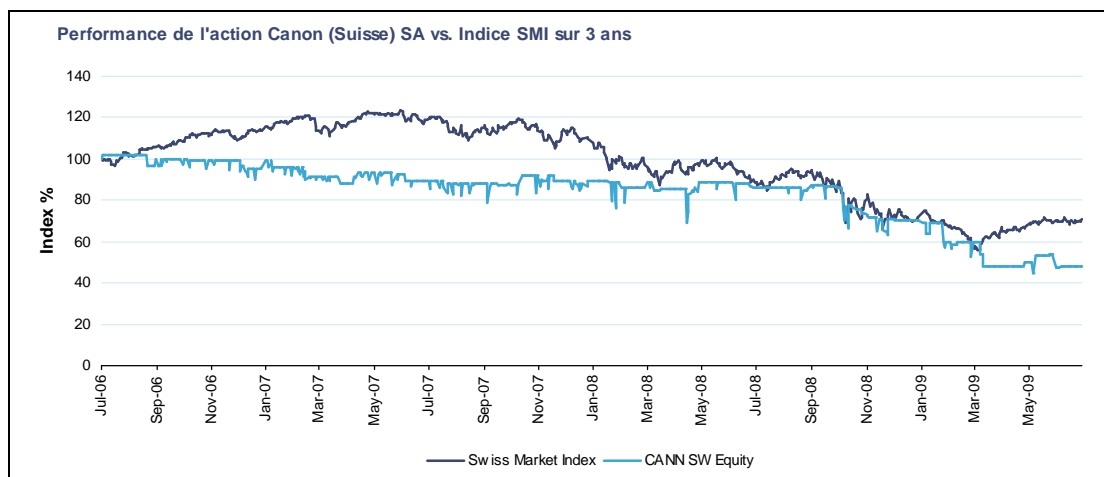


Figure 4: Performance historique relative (source: Bloomberg).

Les actions atteignent presque leur maximum historique de CHF 157.50 à nouveau en novembre 2005, lorsque que le cours de l'action était de CHF 155.00. Cette augmentation s'effectue cependant sur une période très courte, caractérisée par des volumes de transaction exceptionnellement élevés. Depuis le 1<sup>er</sup> Janvier 2008, le cours de l'action Canon Suisse a décliné de 46.2%. L'action sous-performe selon le Swiss Market Index sur une longue période.

Compte tenu d'un faible flottant et d'un volume de transaction très limité, nous considérons la validité de l'analyse du prix et du volume comme limitée.

## 5 Conclusion

Sur la base des analyses de valeurs et des divers éléments présentés dans ce rapport de Fairness Opinion, nous obtenons une fourchette de valeur des fonds propres de Canon Suisse se situant entre CHF 174m et CHF 195m. Une fourchette de prix de CHF 83.00 à CHF 94.00 par action est obtenue sur la base d'un nombre total de 2'092'000 actions. Cette fourchette est basée sur les résultats obtenus par la méthode DCF ainsi que les diverses analyses de sensibilités effectuées.

Les résultats de la méthode DCF ont été corroborés au moyen de la méthode de marché et ont pu être validés de manière satisfaisante.

Sur la base de nos résultats nous estimons que le prix de CHF 94.00 par action de Canon Suisse d'une valeur nominale CHF 10.00 offert par Canon Europa est juste et équitable d'un point de vu financier.

Cette Fairness opinion est basée sur le travail et les analyses effectuées durant notre mandat achevé le 31 Août 2009.

Veuillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.

PricewaterhouseCoopers AG



Markus Bucher  
Partner



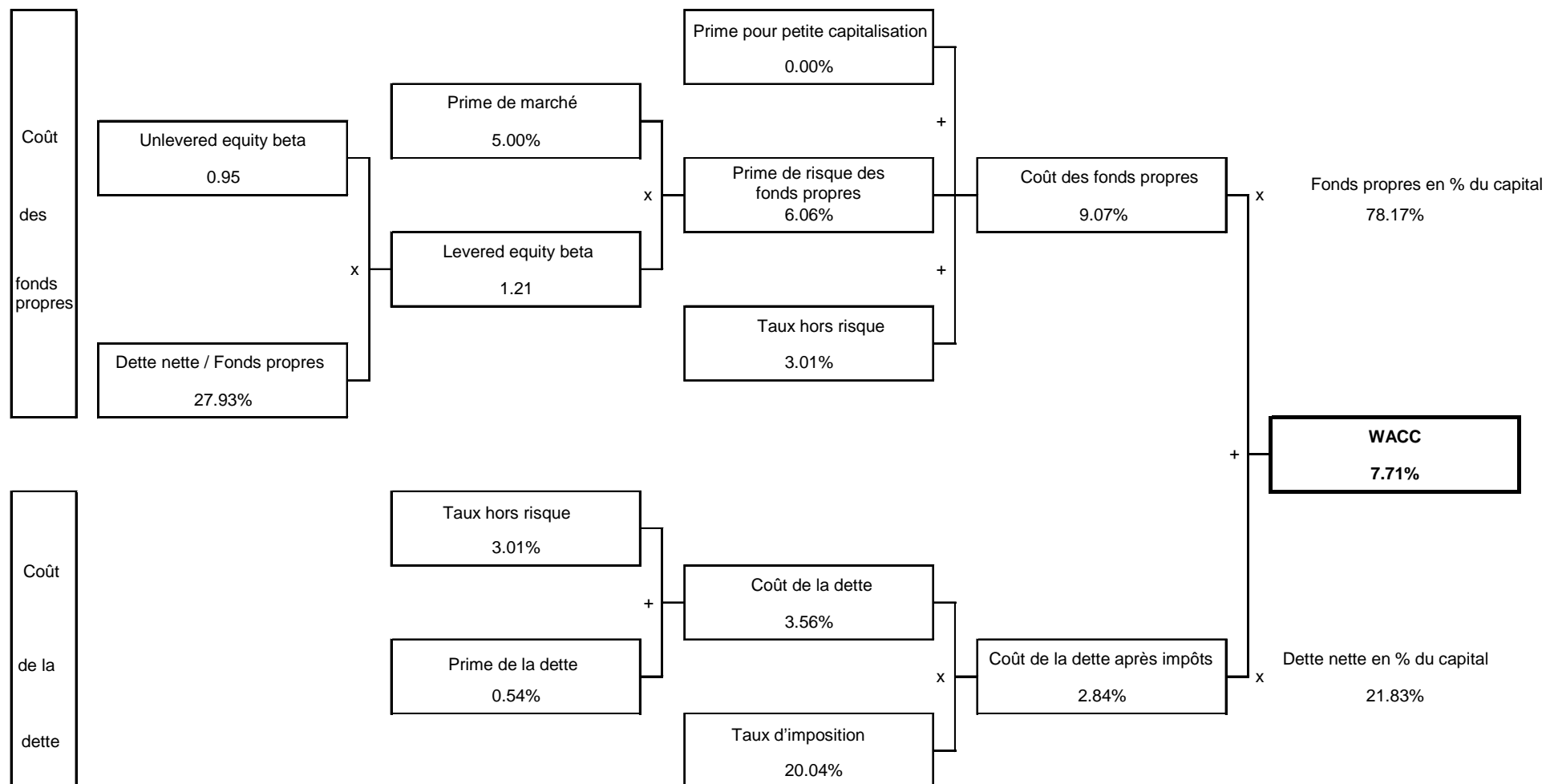
Patrick Schwendener  
Manager

## 6 Annexes

### Annexe 1: Beta et analyse de la structure du capital

Sociétés comparables coteés	Données de marché en date d'évaluation						Ratios de structure de capital		Beta	
	Monnaie	Fonds propre	Dette financière	Monnaie locale en m		Dette financière nette	Dette financière nette/ fonds propre	Dette financière nette/ Capital	Endetté 3 ans	Désendetté 3 ans
				Liquidités	Liquidités excédentaires					
<b>Peer group</b>										
CANON INC	JPY	4'494'771.0	13'963.0	686'847.0	572'210.5	(558'247.5)	-12.42%	-14.18%	1.21	1.38
OCE NV	EUR	292.8	611.1	79.4	(2.1)	613.2	209.46%	67.69%	0.97	0.31
XEROX CORP	USD	6'898.4	8'384.0	1'229.0	736.0	7'648.0	110.87%	52.58%	1.34	0.63
RICOH CO LTD	JPY	896'129.3	779'195.0	260'527.0	201'959.5	577'235.5	64.41%	39.18%	1.15	0.70
LEXMARK INTERNATIONAL INC-A	USD	1'146.1	654.2	973.3	846.5	(192.3)	-16.78%	-20.16%	0.91	1.10
HEWLETT-PACKARD CO	USD	98'434.1	17'852.0	10'246.0	6'931.8	10'920.2	11.09%	9.99%	0.92	0.83
AVISION INC	TWD	2'477.7	-	413.8	288.4	(288.4)	-11.64%	-13.17%	0.97	1.09
KONICA MINOLTA HOLDINGS INC	JPY	522'626.0	230'407.0	133'753.0	107'213.4	123'193.6	23.57%	19.08%	1.29	1.05
BROTHER INDUSTRIES LTD	JPY	227'024.3	30'401.0	46'835.0	33'333.3	(2'932.3)	-1.29%	-1.31%	1.09	1.10
<b>Moyenne peer group</b>							<b>41.92%</b>	<b>15.52%</b>	<b>1.09</b>	<b>0.91</b>
<b>Médian peer group</b>							<b>11.09%</b>	<b>9.99%</b>	<b>1.09</b>	<b>1.05</b>
<b>Betas du secteur</b>										
Electronic étrangere							42.29%	29.72%	1.18	0.97
Equipement de bureau							60.35%	37.64%	1.11	0.73
<b>Moyenne du secteur</b>								<b>33.68%</b>		<b>0.85</b>
<b>Paramètres sélectionnés</b>								<b>21.83% *</b>		<b>0.95 *</b>


\* Moyenne du médian peer group et moyenne du secteur

**Annexe 2: Dérivation du coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC)**

## Annexe 3: Multiples de sociétés cotées comparables


Société	Monnaie	P/E	EV/Sales				EV/EBITDA				EV/EBIT						
Peer group																	
Tous les montants en monnaie locale		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
CANON INC	JPY	40.9x	25.2x	19.5x	14.7x	1.3x	1.2x	1.1x	1.1x	8.0x	6.8x	6.0x	6.8x	22.0x	12.4x	10.8x	14.2x
OCE NV	EUR	25.5x	10.8x	9.2x	14.2x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	4.5x	3.9x	3.6x	3.9x	24.2x	12.5x	11.4x	13.4x
XEROX CORP	USD	14.9x	11.4x	n/a	n/a	1.0x	1.0x	n/a	n/a	9.0x	8.9x	n/a	n/a	14.4x	13.4x	n/a	n/a
RICOH CO LTD	JPY	30.0x	50.3x	22.5x	19.0x	0.7x	0.7x	0.7x	0.7x	8.5x	12.3x	9.8x	8.5x	16.6x	37.8x	20.9x	15.9x
LEXMARK INTERNATIONAL INC-A	USD	6.7x	8.7x	7.2x	n/a	0.3x	0.3x	0.3x	n/a	2.2x	2.5x	2.4x	n/a	4.5x	5.7x	n/a	n/a
HEWLETT-PACKARD CO	USD	10.8x	10.2x	9.3x	8.5x	1.0x	0.9x	0.9x	0.8x	6.7x	6.3x	5.8x	5.8x	9.4x	9.1x	7.9x	7.6x
AVISION INC	TWD	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
KONICA MINOLTA HOLDINGS INC	JPY	23.5x	35.5x	20.9x	15.9x	0.7x	0.8x	0.7x	0.7x	4.8x	6.0x	5.3x	5.0x	10.4x	16.9x	12.3x	10.8x
BROTHER INDUSTRIES LTD	JPY	13.3x	25.8x	23.3x	14.1x	0.5x	0.6x	0.5x	0.5x	5.4x	7.2x	5.8x	5.2x	11.9x	-69.7x	41.9x	18.9x
Moyenne		20.7x	22.2x	16.0x	14.4x	0.7x	0.7x	0.7x	0.7x	6.1x	6.7x	5.5x	5.9x	14.2x	11.7x	12.7x	13.5x
Médian		19.2x	18.3x	19.5x	14.5x	0.7x	0.8x	0.7x	0.7x	6.0x	6.5x	5.8x	5.5x	13.2x	12.5x	11.4x	13.8x

Pour les raisons expliquées au sein de ce rapport, nous avons basé notre analyse des sociétés cotées comparables sur les multiples de l'EBIT uniquement.

 Exclut du calcul de la moyenne / médian.

**Annexe 4: Multiples de transactions comparables**

Date d'achèvement	Société cible	Acquéreur	Monnaie	Valeur de transaction	Valeur de l'entreprise	Sales multiple	EBITDA multiple	EBIT multiple
<b>Comparable transactions</b>								
26.09.2005	Danka Business Systems plc (Central and South American operations)	Toshiba American Business Solutions, Inc.	GBP	6	5.6	0.3X	n.a.	6.6X
12.10.2005	Kafevend Group Limited	ISIS Private Equity Partners plc	GBP	12	12.0	1.1X	6.1X	7.1X
11.07.2005	Ikon Office Solutions (Holdings) SAS	NRG France SA	GBP			n.a.	n.a.	n.a.
31.10.2005	Imagistics International Inc	Oce NV	GBP	417.0	416.8	1.3X	7.1X	17.0X
01.11.2005	Scitex Vision Ltd.	Hewlett-Packard Company	GBP	140.0	140.5	1.7X	n.a.	n.a.
31.10.2006	Jettrion LLC	Electronics for Imaging Inc	GBP	22.0	21.9	n.a.	n.a.	n.a.
01.02.2007	Danka European Business	Ricoh Europe B.V.	GBP	113.0	113.0	0.4X	n.a.	22.6X
12.09.2007	Asterion SAS	Pitney Bowes Inc	GBP	16	16.4	0.4X	n.a.	n.a.
01.10.2007	Konica Minolta Holdings Inc (Photo imaging division)	RKM Solutions S.A.S.	GBP	3.0	2.6	n.a.	n.a.	n.a.
05.11.2007	Global Imaging Systems Inc	Xerox Corp	USD	1707.6	1707.6	1657.9X	15.0X	15.0X
07.01.2008	Oce Document Technologies GmbH	Captaris Inc.	GBP	8.0	7.5	n.a.	n.a.	n.a.
29.02.2008	NUR Macroprinters Ltd	Hewlett-Packard Company	GBP	57.0	58.2	1.5X	137.3X	n.a.
03.06.2008	Veenman B.V	Xerox Corporation	GBP	34.0	34.5	n.a.	n.a.	n.a.
18.06.1999	OmniFax	Xerox Corporation	GBP	28.0	28.2	0.4X	n.a.	3.5X
27.06.2008	Danka Office Imaging Company	Konica Minolta Business Solutions U.S.A. Inc	GBP	122.0	121.8	0.5X	n.a.	n.a.
31.07.2008	Arkwright Inc (coated related products and operations)	Diatec Group	GBP	15.0	15.1	0.6X	n.a.	n.a.
31.10.2008	IKON Office Solutions Inc	Ricoh Co Ltd	USD	2335.8	2335.8	0.6X	11.5X	11.5X
19.05.2009	Carl Lamm Holding AB	Ricoh Europe Holdings PLC	GBP	55.0	55.2	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Moyenne</b>						<b>0.7X</b>	<b>9.9X</b>	<b>13.3X</b>
<b>Médian</b>						<b>0.6X</b>	<b>9.3X</b>	<b>13.3X</b>

 Exclut du calcul de la moyenne / médian.