



Expertise d'évaluation

En lien avec l'offre publique d'achat d'ABB Suisse SA,
Baden, pour toutes les actions de Newave Energy
Holding SA, Gambarogno, détenues par les actionnaires

Table des matières

1	Introduction	5
1.1	Contexte	5
1.2	Mandat confié par ABB à KPMG	5
2	Définition de la valeur et mode d'évaluation	7
3	Bases	8
4	Situation du marché	9
5	Profil d'entreprise de Newave	11
6	Analyse du cours de l'action et du volume des échanges	14
7	Considérations relatives à la valeur de Newave	16
7.1	Planification comptable utilisée	16
7.2	Méthode DCF	18
7.3	Méthode des multiplicateurs	24
7.3.1	Analyse d'entreprises cotées comparables	24
7.3.2	Analyse de transactions comparables	25
8	Synthèse et résultat	27
Annexes		28
Annexe I : Présentation succincte des entreprises de référence		28
Annexe II : Détermination du coût moyen pondéré du capital		31
Annexe III : Analyse de sensibilité DCF		32
Annexe IV : Détermination du facteur Beta		33
Annexe V : Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables		34

Table des illustrations

Illustration 1 : Évolution du chiffre d'affaires sur le marché mondial des systèmes ASC.....	9
Illustration 2 : Évolution du chiffre d'affaires sur le marché ouest-européen des systèmes ASC	10
Illustration 3 : Marché des systèmes ASC, subdivisé en régions	10
Illustration 4: Structure actuelle de Newave	11
Illustration 5 : Position de Newave sur le marché.....	12
Illustration 6 : Évolution du chiffre d'affaires de Newave selon les segments en CHF mio. (2008 à 2010)	12
Illustration 7: Chiffre d'affaires de Newave selon les marchés géographiques (2010).....	13
Illustration 8 : Cours et volume des échanges de l'action Newave.....	14
Illustration 9 : Analyse de la liquidité de l'action Newave (décembre 2010 à novembre 2011) ..	15
Illustration 10 : Représentation graphique des résultats de l'évaluation.....	27

Table des tableaux

Tableau 1 : Hypothèses de planification	17
Tableau 2 : Résultat de la méthode DCF.....	23
Tableau 3 : Résultat de l'évaluation du marché en référence à des entreprises cotées comparables.....	25

Définitions

Jour d'évaluation	8 décembre 2011
Actions propres	Actions nominatives Newave détenues par elle-même (101'394 unités). Les actions détenues par la société elle-même ne sont pas prises en compte dans le calcul de la valeur par action
Actions	Total des actions, déduction faite des actions propres (3'125'000 unités moins 101'394 unités = 3'023'606 unités)
Position financière nette	Comprend les liquidités, déduction faite des obligations porteuses d'intérêt au 30 juin 2011, soit CHF 16.1 mio.
Valeur de l'entreprise	Correspond à la valeur de l'entreprise opérationnelle

Abréviations

ABB	ABB Suisse SA, Baden, Suisse
CAGR	Compound Annual Growth Rate (taux de croissance annuelle moyenne)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
Chap.	chapitre
CHF	Francs suisses
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (résultat avant intérêts et impôts)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (résultat avant intérêts, impôts, amortissements et provisions)
CP	capital propre
EMEA	Europe, Proche-Orient et Afrique
EV	Enterprise Value (valeur de l'entreprise opérationnelle)
CE	capital étranger
kVA	kilovolt-ampère
Ltd.	Limited
Newave	Newave Energy Holding SA, Gambarogno, Suisse
OEM	Original Equipment Manufacturer (équipementier / fabricant d'équipement d'origine)
SIX	SIX Swiss Exchange
COPA	Commission des OPA
ASC / UPS	alimentation sans coupure (en anglais : uninterruptable power systems UPS)
cf.	se reporter à
SLI	Swiss Leader Index
VWAP	Volume Weighted Average Price (prix moyen pondéré en fonction du volume)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (coût moyen pondéré du capital)

1 Introduction

1.1 Contexte

La société Newave Energy Holding SA (« Newave »), avec siège principal à Gambarogno est un fabricant de premier plan de systèmes d'alimentation sans coupure (« ASC »). Grâce aux systèmes ASC, les clients peuvent éviter les pannes système et protéger leurs applications critiques contre la perte de données. Le chiffre d'affaires consolidé du groupe s'élevait en 2010 à CHF 80.6 mio. Le groupe emploie au total près de 200 collaborateurs.

Les actions nominatives de Newave sont cotées à la SIX Swiss Exchange depuis le 6 juillet 2007. Le capital-actions souscrit de la société s'élève à CHF 312'500, répartis entre 3'125'000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0.1 par action. Les actions sont entièrement libérées et chacune est dotée d'un droit de vote.

ABB Suisse SA (« ABB ») prévoit de lancer une offre publique d'achat volontaire pour toutes les actions nominatives de Newave détenues par les actionnaires.

Le prix de l'offre doit dans ce cadre correspondre au minimum au cours de bourse des titres de participation de la société-cible¹. Le critère déterminant est le cours moyen pondéré en fonction du volume des 60 derniers jours de bourse avant la publication de l'offre, autrement dit avant l'annonce préalable.

Selon les critères fixés dans la circulaire n° 2 de la Commission des OPA (« COPA »)², les titres de participation doivent cependant être qualifiés de non liquides. Dans ce cas, en lieu et place du cours de bourse, il y a lieu de se baser sur l'évaluation de l'organe de contrôle (cf. à ce propos également chap. 6)³.

1.2 Mandat confié par ABB à KPMG

ABB a confié à KPMG, le 18 novembre 2011, l'évaluation des titres de participation de Newave au sens de l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA, dans le cadre de ses fonctions d'organe de contrôle. Le présent rapport (ci-après « expertise d'évaluation ») présente les méthodes et bases de l'évaluation, comme exigé à l'art. 40 al. 4 de l'OBVM-FINMA. Le rapport de l'organe de contrôle sera remis séparément.

L'expertise d'évaluation peut être publiée dans son ensemble, à destination du grand public, en lien avec l'offre et il peut y être fait référence dans le prospectus d'offre du 15 décembre 2011. Toute utilisation à d'autres fins est proscrite.

¹ Cf. à ce sujet art. 32 al. 4 de la loi sur les bourses (« LBVM ») et art. 40 al. 1 de l'ordonnance de la FINMA sur les bourses (« OBVM-FINMA »)

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

³ Cf. à ce sujet art. 40 al. 4 OBVM-FINMA

L'expertise d'évaluation ne comporte pas d'examen de l'offre. Elle ne constitue pas non plus une recommandation aux actionnaires de Newave d'accepter ou de refuser l'offre d'ABB. En outre, l'expertise d'évaluation ne contient aucune appréciation des points suivants :

- les conséquences possibles d'une acceptation ou d'un refus pour les actionnaires
- la valeur future de l'action Newave

Dans le cadre de l'expertise d'évaluation, KPMG n'a procédé ni à une révision au sens du droit de la société anonyme ni à une *due diligence*. Dans la préparation de son expertise, KPMG n'a pas inspecté physiquement les bâtiments et sites du groupe.

En élaborant la présente expertise d'évaluation, KPMG est partie de la prémisse que les informations financières et autres concernant Newave qu'elle utilisait étaient exactes et complètes. Elle s'est fiée à ces informations, sans assumer la responsabilité de la vérification indépendante de celles-ci. Notre responsabilité se limite à une analyse méticuleuse, dans les règles de l'art, et à une appréciation des informations mises à notre disposition.

2 Définition de la valeur et mode d'évaluation

L'évaluation de l'organe de contrôle, sur laquelle on se base pour les titres non liquides, est à notre sens un substitut à la référence au cours de bourse en tant que base de fixation du prix minimal. Il s'ensuit que le résultat de l'évaluation par l'organe de contrôle est la valeur du titre de participation coté et non de la valeur globale de la société⁴. Selon KPMG, le résultat du travail de l'organe de contrôle est une détermination de la valeur qui serait vraisemblablement obtenue pour le titre de participation de la société-cible, c.-à-d. dans le cas présent pour l'action nominative de Newave, dans un marché liquide. Il convient ici également de prendre en compte qu'un titre de participation de la société-cible, qu'il soit liquide ou non, représente toujours une part minoritaire, laquelle est prise en compte dans la présente évaluation de manière conséquente. Ainsi, l'expertise d'évaluation met à disposition les bases de détermination du prix minimal qui serait fixé, en tant que part minoritaire liquide, au même niveau de valeur que si le titre de participation concerné était liquide.

Le résultat de l'expertise d'évaluation se distingue ainsi de celui d'une *Fairness Opinion*, laquelle aboutit à une fourchette de valeurs permettant d'apprécier si le prix offert pour les titres de la société-cible est juste et équitable du point de vue des actionnaires⁵. Selon le montant de la prime offerte, le prix offert aux actionnaires peut s'écarter fortement du prix minimal mais il ne peut être inférieur à celui-ci.

L'action nominative de Newave, objet de l'évaluation, comprend les filiales de Newave, sur une base consolidée. L'expertise d'évaluation reste fondée sur une base « *stand-alone* », c'est-à-dire que les synergies et frais d'intégration pouvant apparaître dans le cadre de la transaction ne sont pas pris en considération.

Dans le cadre de l'expertise d'évaluation, KPMG a effectué des évaluations et analyses détaillées de Newave. La valeur de Newave, ainsi que la valeur par action nominative en découlant, ont été déterminées en application de la méthode du *Discounted Cash Flow* (méthode « DCF » ; cf. chap. 7.2). Afin de mettre en évidence les principaux générateurs de valeur, nous avons effectué des analyses de sensibilité selon la méthode DCF (cf. Annexe III). Afin de corroborer les résultats de celles-ci, nous avons de plus procédé à une analyse des multiplicateurs sur la base d'entreprises cotées comparables (cf. chap. 7.3.1). Des transactions sur les entreprises du secteur industriel de Newave ont également été analysées mais, faute de comparabilité suffisante, elles ont été écartées du contrôle de plausibilité (cf. chap. 7.3.2).

Le jour d'évaluation a été fixé au 8 décembre 2011 (« jour d'évaluation »).

Au total, 3'125'000 actions de Newave sont enregistrées. Pour calculer la valeur de chaque action nominative, les actions détenues par Newave (101'394 unités) sont déduites, ce qui donne un chiffre net de 3'023'606 actions pris en compte pour le calcul de la valeur par action nominative.

⁴ Cf. à ce sujet également les explications du commentaire bâlois sur la loi sur les bourses, Basler Kommentar zum Börsengesetz BEHG 32 n. 111

⁵ Karl Hofstetter/ Evelyn Schilter-Heuberger, in : Basler Kommentar Börsengesetz / Finanzmarktaufsichtsgesetz, in : Watter/Vogt (édit.), 2. éd. Bâle 2011, art. 32 N 110 ss.

3 Bases

KPMG a basé son analyse sur les éléments suivants :

- Les informations librement accessibles relatives à Newave qui ont été jugées pertinentes pour l'analyse. Celles-ci comprennent notamment les rapports d'activité 2008 à 2010, les rapports d'analyse de plusieurs banques, des articles de journaux et des communiqués de presse
- Le rapport semestriel non audité du 30 juin 2011
- Les informations internes à Newave jugées pertinentes pour l'analyse, y compris la planification à moyen terme 2011 à 2015. La planification à moyen terme pour Newave a initialement été faite en juillet 2011 par la direction de Newave et a été approuvée par le conseil d'administration de Newave (le « business-plan »). Le business-plan a ensuite été actualisé en continu en fonction des évolutions du marché et informations nouvelles par la direction de Newave.
- Les entretiens avec la direction de Newave, portant sur la situation financière et les résultats, le marché actuel et futur, ainsi que les générateurs de valeurs et les hypothèses dans les documents de planification
- Les données boursières et des marchés financiers relatives à Newave, ainsi que celles d'une sélection d'entreprises cotées comparables (sources : Capital IQ, Bloomberg)

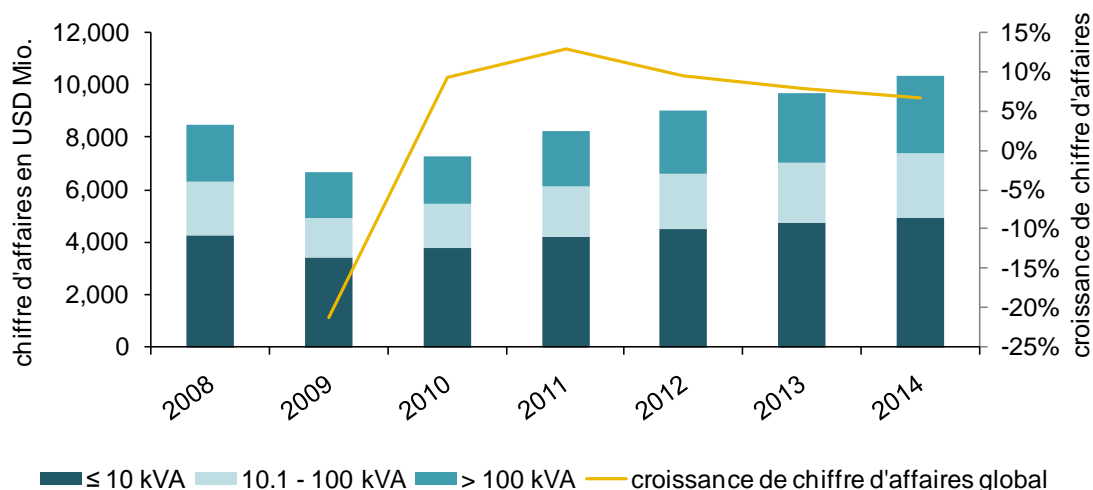
Les informations et réflexions contenues dans le présent document se réfèrent à la date de rédaction dudit document, raison pour laquelle elles sont sujettes à modification.

4 Situation du marché

Newave, qui occupe une part de 4,6 % du marché, fait partie des fabricants de premier plan dans le domaine des systèmes d'alimentation sans coupure. Les leaders du marché sont les groupes actifs au niveau international Schneider Electric, Eaton et Emerson Electric, qui cumulaient en 2009 plus de 50 % du chiffre d'affaires sur le marché mondial des systèmes ASC.

Selon les études de marché d'IMS Research dont nous disposons⁶, la valeur du marché mondial des systèmes ASC atteindra en 2011 approximativement le niveau antérieur à la crise financière de 2008 et évoluer ensuite avec un taux de croissance annuel de 8,0 %. Ceci résulte avant tout de la multiplication des installations ASC de plus de 100kVA, pour lesquelles on s'attend à une croissance moyenne de 13,3 % entre 2011 et 2014.

Illustration 1 : Évolution du chiffre d'affaires sur le marché mondial des systèmes ASC



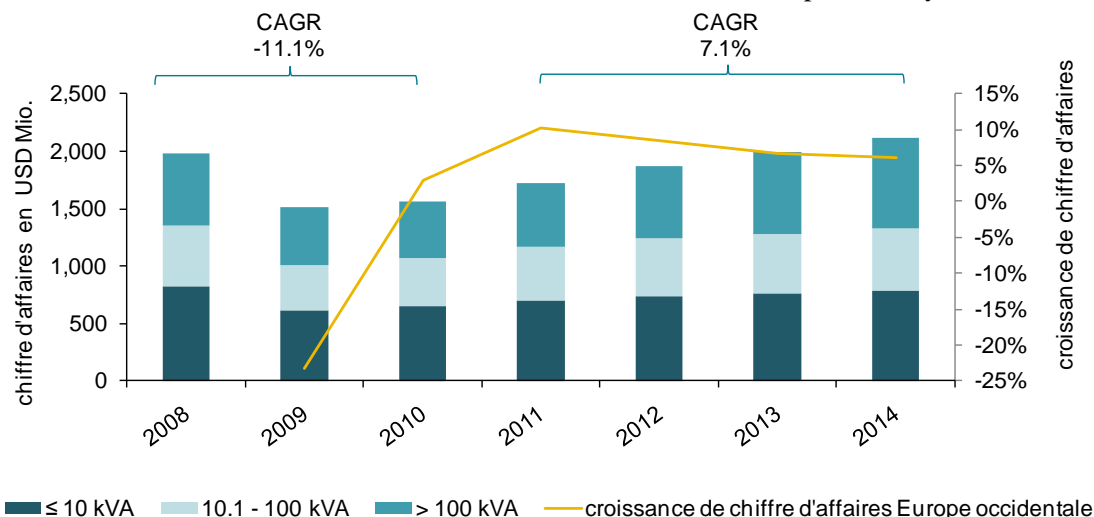
Source : IMS Research UPS World Market, juin 2010

Si l'on s'en réfère à l'étude d'IMS Research, le marché ouest-européen connaîtra une croissance légèrement inférieure à celle du marché mondial de 2011 à 2014, avec une croissance annuelle à hauteur de 7,1 %. Comme pour le marché international, on s'attend à ce que la croissance du marché des systèmes ASC de plus de 100 kVA soit décisive entre 2011 et 2014, le taux de croissance moyen étant estimé à 12,3 %. Le marché ouest-européen a en outre été plus fortement touché par la crise financière durant la période 2008 à 2009 que le marché mondial des systèmes ASC. Les recettes sur le marché global ont chuté de 20,5 %, celles du marché ouest-européen, de 25,8 %. Alors que, s'agissant des années 2011 et 2012, on s'attend à une croissance moyenne de 11,8 % sur le marché mondial des installations de moins de 100kVA, les

⁶ IMS Research UPS World Market, juin 2010

taux de croissance moyens estimés pour les segments ouest-européens comparables s'élèvent à 7,1 %.

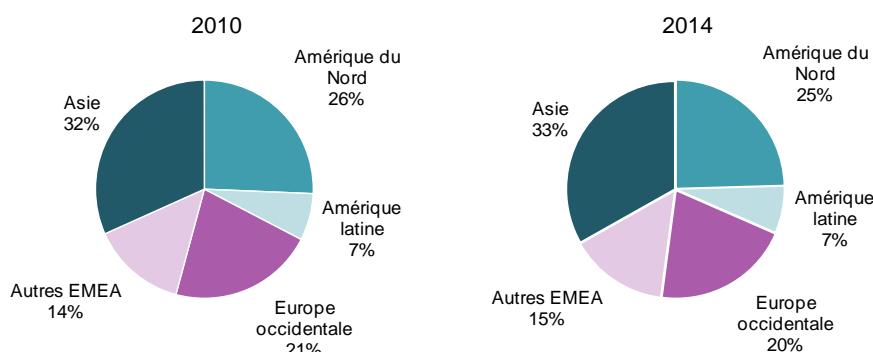
Illustration 2 : Évolution du chiffre d'affaires sur le marché ouest-européen des systèmes ASC



Source : IMS Research UPS World Market, juin 2010

Géographiquement, le marché des systèmes ASC peut être subdivisé en régions : Amérique du Nord, Amérique latine, Europe occidentale, Asie et autres EMEA. Aucun changement significatif n'est perceptible quant aux parts durant les années 2010 à 2014. On s'attend à ce que l'Asie reste le plus grand secteur de vente des systèmes ASC, pour une part de 32 % à 33 %. Les parts de l'Amérique du Nord et de l'Europe occidentale sont estimées à 25-26 % et 20-21 % respectivement.

Illustration 3 : Marché des systèmes ASC, subdivisé en régions



Source : IMS Research UPS World Market, juin 2010

5 Profil d'entreprise de Newave

Newave, cotée à la bourse suisse SIX Swiss Exchange depuis 2007 et avec siège principal à Gambarogno, a été fondée en 1993. Le groupe est l'un des principaux fabricants de systèmes d'alimentation sans coupure (ASC). Newave se concentre principalement sur la fabrication de systèmes ASC triphasés, de 20kVA à plus de 500kVA. Il convient de distinguer entre les installations sans transformateur et les systèmes ASC avec transformateurs. Les installations ASC sans transformateur réduisent les affaiblissements dus à la commutation et sont donc plus perfectionnées que les systèmes ASC traditionnels. Newave a introduit la première installation sans transformateur en 1997 déjà et figure donc parmi les pionniers en la matière. Alors que chez Newave, les systèmes triphasés représentent plus de 90 % du chiffre d'affaires total, moins de 10 % sont attribuables aux installations monophasées de 7,5kVA à 20kVA. L'alimentation électrique ininterrompue est importante dans différents secteurs, tels la télécommunication, les transports, la finance, le secteur public, le système de santé, l'industrie ainsi que le commerce et l'artisanat. La production des systèmes ASC est pour l'essentiel confiée à des tiers. Seul le montage final et les tests des systèmes sont effectués par Newave.

Outre la fabrication des systèmes ASC, Newave offre des services tels que les conseils techniques, l'entretien et le service. La majeure partie des chiffres d'affaires est toutefois réalisée par la vente des systèmes ASC. Alors que 9 % des recettes brutes étaient encore imputables au domaine des services durant l'exercice 2008, la part des services a augmenté à près de 13 % pour l'exercice 2010.

Le groupe agit, avec plus de 10 filiales, principalement sur le marché européen et dispose d'un réseau international de partenaires commerciaux.

Illustration 4: Structure actuelle de Newave

Structure légale de Newave Energy Holding SA		
Nom de la société	Participation en %	Siège de la société
Newave Energy Holding SA		Suisse
Newave SA	100%	Suisse
Newave Energy AG	100%	Suisse
Newave Österreich GmbH	100%	Autriche
Newave España SA	85%	Espagne
Newave Electronics srl (in liquidation)	100%	Italie
Newave USV Systeme GmbH	100%	Allemagne
Newave Finland OY	70%	Finlande
Newave UPS Systems BV	80%	Pays-Bas
Newave South America Eletroeletronica LTDA	65%	Brésil
Newave (Hong Kong) Ltd	100%	Chine
Newave Energy India Pvt. Ltd	80%	Indien
Newave Energy Hong Kong Ltd	60%	Hongkong
Newave Energy (Jiangmen) Ltd	60%	Chine
Newave Italia srl	80%	Italie

Source : Newave

La commercialisation des systèmes ASC a lieu via les trois canaux de distribution suivants :

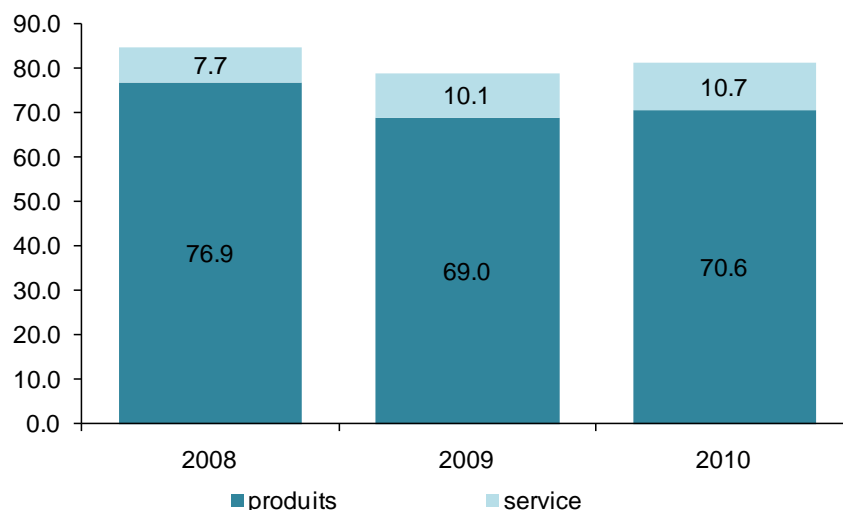
- Vente directe aux clients finaux : les filiales vendent les produits directement aux clients finaux (environ 45 % du chiffre d'affaires total)
- Distributeurs : vente des systèmes ASC aux clients finaux (environ 40 % du chiffre d'affaires total)
- OEM (équipementiers / fabricants des équipements d'origine) de systèmes ASC : vente des systèmes ASC de Newave sous leur propre marque (environ 15 % du chiffre d'affaires total)

Illustration 5 : Position de Newave sur le marché

Position sur le marché		
Marché des systèmes ASC ouest-européen	Position sur le marché	Part du marché en %
Marché global pour systèmes ASC triphasés	8	6%
Marché pour systèmes 25-100kVA	8	4%
Marché pour systèmes 100-250kVA	3	12%
Marché pour systèmes 250-500kVA	5	11%
Marché pour systèmes 500-800kVA	6	9%

Source : Newave

Illustration 6 : Évolution du chiffre d'affaires de Newave selon les segments en CHF mio. (2008 à 2010)



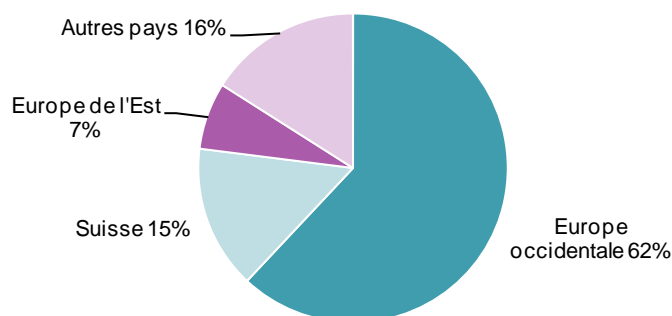
Source : Newave

Newave a réalisé durant l'exercice 2010 un chiffre d'affaires consolidé de CHF 81.3 mio. Cela correspond à une augmentation de chiffre d'affaires de 2,7 % par rapport à 2009. Durant la même période, la marge EBIT a été améliorée, passant de 12.8 % à 13.4 %. Au cours de l'exercice 2010, Newave a réalisé 90 % de sa marge totale dans le domaine des systèmes ASC modulaires de 10kVA à 120kVA. C'est en Europe occidentale qu'a été réalisée la majeure

partie du chiffre d'affaires brut en 2010, à savoir 62 %. La part du chiffre d'affaires brut réalisée en Suisse s'élève à 15 %.

En 2010, Newave a profité de la reprise du marché des systèmes ASC et conquis des parts de marché. Durant l'exercice 2010, les ventes ont avant tout fortement progressé, de 42,1 %, surtout en Europe de l'Est. Sur d'autres marchés toutefois, notamment en Asie du Sud-Est et en Amérique du Sud, on enregistre une augmentation considérable des recettes.

Illustration 7: Chiffre d'affaires de Newave selon les marchés géographiques (2010)



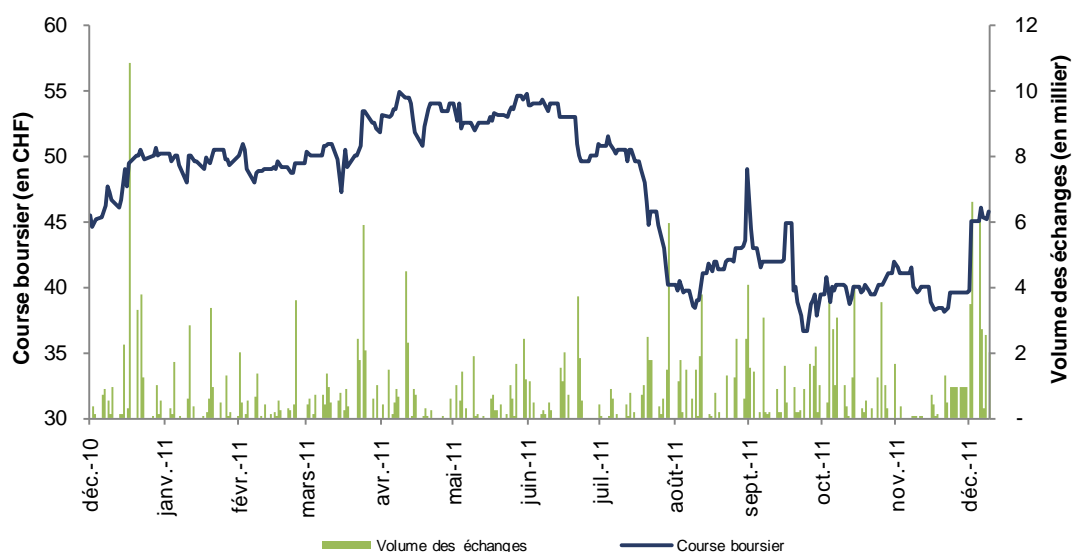
Source : Newave

Les clients finaux de Newave comprennent principalement les serveurs de données et de recherche de taille moyenne. En lançant la nouvelle ligne de produits PowerWave 33, qui inclut des installations ASC de 400kVA à 500kVA, vers la fin 2011, Newave compte aussi entrer sur le marché à forte croissance des grands à très grands serveurs, considéré comme très important à l'avenir. Par le passage prévu au statut de fournisseur de solutions globales pour les installations ASC, Newave entrerait aussi en concurrence plus directe avec les leaders du marché mondial. Parce que le marché des systèmes ASC dépend cependant de l'environnement économique général, il existe pour Newave un risque que la demande du segment pour les grands à très grands serveurs s'effondre en raison de l'instabilité économique. En outre, en raison de la forte sensibilité au prix sur le marché des systèmes ASC, les relations avec la clientèle prendront de l'importance dans l'avenir, principalement dans le domaine des services. En particulier pour les acteurs relativement petits du marché tels que Newave, il sera donc essentiel de bâtir des relations à long terme avec la clientèle, afin de profiter de l'évolution du marché des systèmes ASC.

6 Analyse du cours de l'action et du volume des échanges

L'évolution du cours de l'action Newave ainsi que du volume des échanges des 12 derniers mois est représentée dans le graphique suivant.

Illustration 8 : Cours et volume des échanges de l'action Newave



Source : Capital IQ, analyse KPMG

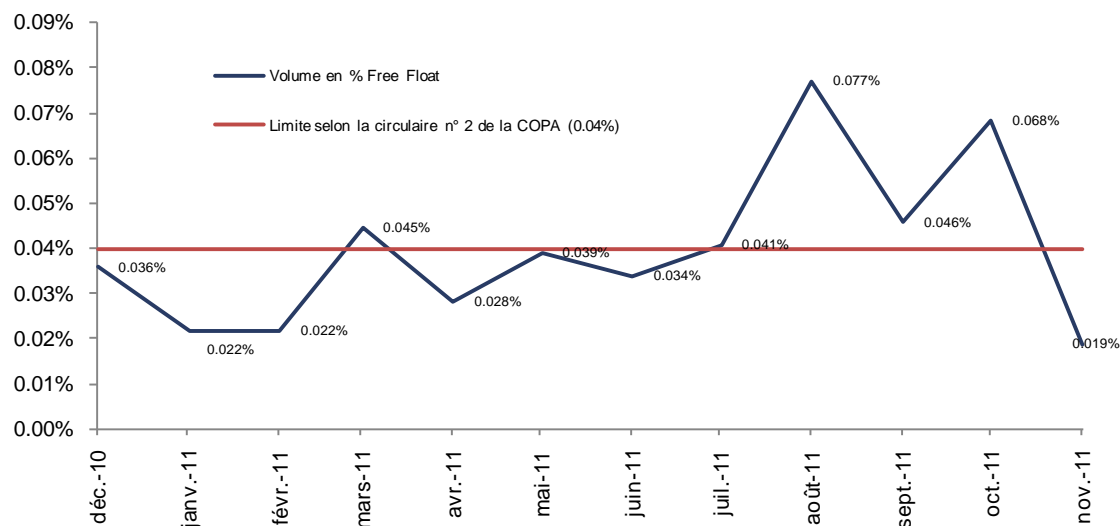
Le cours de l'action Newave au 9 décembre 2011 s'élève à CHF 45.8. Au même jour de référence, le cours moyen pondéré en fonction du volume (« Volume-Weighted Average Price » ou « VWAP ») sur les 60 derniers jours de bourse est de CHF 41.2. Depuis le début de l'année, l'action Newave a perdu près de 9%.

Conformément à la circulaire n° 2 de la COPA, tous les titres de participation du SLI Swiss Leader Index de la SIX Swiss Exchange (« SLI ») sont en principe qualifiés de liquides. Les titres de participation de Newave sont cotés à la SIX mais ne font pas partie du SLI. Un titre non inclus dans le SLI n'est considéré comme liquide au sens de l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA que si le médian mensuel du volume des échanges quotidien est supérieur ou égal à 0,04 % de la partie négociable (*free float*) du titre de participation durant au moins dix des douze mois complets précédant l'annonce préalable ou l'offre⁷.

⁷ Selon la circulaire n° 2 de la COPA, le *free float* pour les titres cotés à la SIX Swiss Exchange est déterminé conformément au règlement du Swiss All Share Index. Ainsi, pour calculer le *free float*, tous les paquets d'actions atteignant ou dépassant le seuil de 5 % sont, selon le règlement, soustraits de la capitalisation totale du marché.

Le *free float* de l'action Newave s'élève à près de 49 % au jour de l'évaluation⁸. Pour Newave, l'analyse du volume des échanges des douze derniers mois complets avant l'annonce préalable donne l'image suivante :

Illustration 9 : Analyse de la liquidité de l'action Newave (décembre 2010 à novembre 2011)



Source : SIX Stock Exchange

L'analyse représentée ci-dessus montre que le volume des échanges de l'action Newave au cours des sept des douze mois complets précédant l'annonce préalable est inférieur à 0,04 % du *free float*. L'action Newave doit donc être qualifiée de non liquide au sens de l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA. En conséquence, il est nécessaire de faire évaluer les titres de participation par l'organe de contrôle.

L'action Newave est dans l'ensemble couverte par deux analystes. Les rapports d'analyse les plus récents dont nous disposons ont été dressés par :

- Bank am Bellevue, rapport du 17 août 2011, et par
- Helvea, rapport du 28 septembre 2011

L'objectif de cours de l'action indiqué par Bank am Bellevue pour l'action Newave a été nettement réduit, de CHF 61 à CHF 52. La baisse de l'objectif de cours est notamment motivée par le fait que l'évolution des marges est restée en-deçà des attentes. L'objectif de cours indiqué par Helvea s'élève à CHF 44. Selon l'exposé des analystes d'Helvea, les risques dans l'évolution future de Newave résident principalement en la force du franc suisse et en la crise de la dette en Europe. En ce qui concerne les objectifs de cours indiqués, il y a lieu de prendre en considération qu'ils portent en règle générale sur une période de 12 à 18 mois, raison pour laquelle ils n'ont notamment pas été pris en compte dans le calcul de la valeur de l'action Newave au jour de l'évaluation. Les rapports des experts sur l'analyse de la planification comptable de Newave ont en revanche été intégrés à l'évaluation.

⁸ Source : SIX Stock Exchange

7 Considérations relatives à la valeur de Newave

Comme exposé au chapitre 2, il convient de calculer le prix pouvant vraisemblablement être obtenu pour une action nominative de Newave sur un marché liquide. Il n'y a donc pas lieu de tenir compte d'une éventuelle réduction pour défaut de liquidité. Les parts négociées en bourse sont toutefois des parts minoritaires, de sorte que la valeur de l'action doit être déterminée du point de vue d'un actionnaire qui ne dispose pas du contrôle de l'entreprise. Selon la méthode de calcul, il y a lieu d'inclure une réduction pour absence de contrôle, à savoir une réduction de minorité (cf. à ce propos les explications du chap. 7.2).

Le calcul de la valeur d'une action Newave a été basé sur la méthode DCF (cf. chap. 7.1 et 7.2). Ensuite, une analyse des entreprises comparables cotées en bourse a été effectuée afin de corroborer les résultats (cf. chap. 7.3.1). Les opérations sur des entreprises du secteur industriel de Newave ont été écartées du calcul après analyse minutieuse, fautes d'être suffisamment comparables dans le cadre de la présente expertise (cf. chap. 7.3.2).

7.1 Planification comptable utilisée

L'évaluation de l'action Newave a notamment été effectuée sur la base du business-plan établi par la direction de Newave. Le business-plan ainsi que les hypothèses arrêtées ont fait l'objet d'une discussion avec la direction de Newave et ont été contrôlés quant à leur plausibilité et à leur cohérence. Le business-plan a en outre été vérifié, notamment par le procédé suivant :

- analyse de l'évolution historique de Newave
- comparaison des principales hypothèses de planification avec les estimations d'analystes disponibles pour Newave
- examen de la plausibilité des taux de croissance sur la base de l'évolution attendue du marché

Aucune adaptation du business-plan ne s'est avérée nécessaire suite aux entretiens avec la direction et à l'examen de plausibilité.

Les principales hypothèses de la planification détaillée pour la période 2011 à 2015 sont présentées succinctement ci-dessous :

Tableau 1 : Hypothèses de planification

Chiffre d'affaires historique et développement des marges					
CHF '000	2008	2009	2010	Moyen arithmétique 2008-2010	Moyen arithmétique 2011-2013
Chiffres d'affaires net	84,046	78,146	80,563		
Développement des ventes	30.7%	-7.0%	3.1%	8.9%	7.3%
EBITDA	14,607	12,741	13,331		
EBITDA marge	17.4%	16.3%	16.5%	16.7%	17.2%
EBIT	11,799	10,003	10,825		
EBIT marge	14.0%	12.8%	13.4%	13.4%	14.6%
Investissement	5,224	8,687	7,272		
Investissement en % des ventes	6.2%	11.1%	9.0%	8.8%	1.9%

Source : Analyse KPMG

Stratégie

Newave a présenté lors du CEBIT 2011, pour la première fois, sa nouvelle série de systèmes ASC PowerWave 33. Le nouveau système étend la palette de produits dans le segment des systèmes ASC à forte puissance. Il est prévu de pénétrer, avec les nouveaux systèmes puissants, le marché des grands à très grands serveurs, jusqu'à présent pour l'essentiel réservé aux grands concurrents de Newave. Il est également prévu d'élargir l'offre de systèmes ASC modulaires.

Le lancement d'un nouvel onduleur solaire vise également à augmenter la croissance et le marché potentiel.

Outre le lancement des nouveaux produits susmentionnés et la focalisation sur l'innovation, la société prévoit de développer le domaine des services, qui représente à ce jour une part relativement faible des recettes.

Évolution du chiffre d'affaires

Sur la base du compte de résultat non révisé au 30 septembre 2011, qui nous a été remis par la direction de Newave, et du budget actuel, on s'attend pour l'année 2011 à une stabilisation des recettes au niveau de l'année précédente, environ. Dans l'ensemble, la direction prévoit pour la période de planification détaillée une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 7,3 %. Le taux de croissance hypothétique correspond ainsi approximativement à la croissance prévue du marché ouest-européen des systèmes ASC pour la période 2011 à 2015 (cf. à ce sujet également le chapitre 4 Situation du marché).

Le domaine des services, en particulier, qui représentait à l'exercice 2010 environ 13 % du chiffre d'affaires brut, devrait être développé et connaître une croissance particulièrement prononcée.

Évolution des marges

Par rapport à la marge EBITDA moyenne de 2007 à 2010 de 16,9 %, la direction prévoit pour la période de planification détaillée un accroissement de la marge EBITDA moyenne à 17,2 %. L'accroissement de la marge devrait se réaliser d'une part grâce à de nouveaux produits pour lesquels le coût du matériel est inférieur mais aussi à travers l'augmentation de la part du domaine des services, celui-ci permettant des marges supérieures au domaine des produits.

Il convient de s'assurer contre les effets de la force du franc suisse et les éventuels risques de taux de change, à tout le moins en ce qui concerne les charges liées au matériel, en achetant davantage de matériel en euros.

L'amélioration attendue de la marge est encore un peu plus marquée au niveau de l'EBIT. Cela est essentiellement dû à l'absence d'amortissement des biens immatériels (p.ex. listes de clients) provenant de prospections antérieures.

Investissements

Newave a investi au cours des trois dernières années dans la construction d'une nouvelle halle de fabrication à Quartino. La construction de la nouvelle halle de fabrication, qui a fait passer la surface de production de 7'000 à 12'400 m², a été achevée durant l'exercice 2010.

Pour les années suivantes, on part donc de l'hypothèse d'un volume d'investissements annuel nettement réduit, à hauteur de 1,9 % des recettes environ, parce que les capacités des usines existantes sont considérées suffisantes pour atteindre le volume de ventes prévu dans le business-plan.

7.2 Méthode DCF

Description de la méthode DCF

La valeur d'une entreprise correspond aux flux nets attendus des investisseurs (investisseurs propres et étrangers). En l'espèce, la valeur du capital propre a été déterminée sur la base de la méthode DCF, internationalement reconnue.

Une application possible de la méthode DCF est l'approche WACC. Dans le cadre de l'approche WACC, on estime tout d'abord la valeur marchande de l'entreprise dans son ensemble, en escomptant les cash-flows libres futurs (*free cash flows*) que l'entreprise peut générer du coût moyen pondéré du capital (*weighted average cost of capital*, « WACC ») au jour de l'évaluation (« valeur DCF »). Les cash-flows libres futurs sont tous les excédents financiers à disposition de tous les investisseurs (propres et étrangers) de l'entreprise. Après déduction de la position financière nette, on obtient la valeur marchande du capital propre.

Les cash-flows libres se calculent comme suit :

$$\begin{aligned} &= \text{EBIT} \\ &- \text{impôts ajustés} \\ &+ \text{amortissements} \\ &- / + \text{investissements/désinvestissements dans les actifs immobilisés} \\ &- / + \text{investissements/désinvestissements dans les actifs circulants nets} \\ &+ / - \text{augmentation/réduction des provisions} \\ &+ / - \text{augmentation/réduction des autres actifs et passifs} \\ &= \text{free cash flow} \end{aligned}$$

L'EBIT pris en compte dans l'évaluation est ainsi grevé des impôts sur les bénéfices qu'une entreprise devrait payer si elle ne se finançait que par des capitaux propres.

La valeur de l'entreprise opérationnelle correspond à la somme des cash-flows libres futurs escomptés de la phase de planification explicite et de la valeur finale. La prise en considération de la valeur finale repose sur l'hypothèse du maintien de l'exploitation commerciale et de la capitalisation des cash-flows libres perpétuels durables avec le WACC, compte tenu d'un taux de croissance projeté à long terme.

Détermination des cash-flows libres

L'évaluation DCF de Newave a été effectuée sur la base des cash-flows libres, dérivés du business-plan consolidé. Le résultat correspondant aux propriétaires de parts minoritaires des filiales de Newave a été déduit au niveau de l'EBITDA (s'agissant de la structure de l'entreprise, cf. chap. 5).

Dans la valeur finale, les cash-flows libres ont été projetés à l'infini avec le WACC, en prenant en compte un taux de croissance durable conformément au modèle de croissance de Gordon. Les cash-flows libres durables pour le calcul de la valeur finale ont été déterminés sur la base des hypothèses suivantes :

- Taux de croissance durable : Sur la base des prévisions relatives à l'inflation sur les principaux marchés d'écoulement de Newave, le taux de croissance à long terme hypothétique a été arrêté à 2.2 %⁹.
- Marge EBITDA : Compte tenu de la marge EBITDA historique, de celle prévue dans le business-plan, ainsi que des estimations des analystes pour Newave et d'autres entreprises comparables, une marge EBITDA durable de 18.0 % a été retenue.
- Investissements : Suite au faible volume d'investissements effectués durant la période de planification détaillée des années 2008 à 2010, l'évaluation a été basée sur un volume d'investissements durable de 3.0 % des recettes nettes.
- Actifs circulants nets : Les actifs circulants nets ont été arrêtés à 30.0 % des recettes nettes.

WACC

Le WACC, avec lequel les cash-flows libres sont escomptés, est basé sur les coûts des capitaux propres et étrangers après impôts ainsi que sur la structure de financement projetée. Pour Newave, un WACC de 11,3 % a été déterminé au jour d'évaluation, lequel se base sur un coût des capitaux propres estimé à 12,2 % et un coût des capitaux étrangers après impôts de 3,4 %.

Les différents paramètres utilisés pour le calcul du WACC sont présentés et expliqués ci-après. (Le calcul du WACC est en outre décrit à l'annexe II) :

a) Taux d'intérêt de base

Le taux d'intérêt de base représente un investissement alternatif adéquat quant aux délais pour investir dans l'entreprise à évaluer. Afin de déterminer le taux d'intérêt de base, on peut suivre la courbe de la structure des taux d'intérêt pour les obligations d'État. Les facteurs Zerobond, adéquats quant aux délais, étant dérivés de cette courbe, ils garantissent le respect de l'équivalence des échéances. Pour l'estimation, il est possible d'utiliser comme données de

⁹ Source : Economist Intelligence Unit

référence les données publiées des structures de taux d'intérêt de la banque centrale concernée, desquelles on peut déduire une courbe de structure des taux d'intérêt, basée sur ces données empiriques, pour la zone monétaire concernée.

Le business-plan de Newave a été établi sur la base des devises locales puis converti en francs suisses en application de cours acheteur comptant (*spot rates*). La direction s'est alors basée sur un taux de change de 1.23 CHF/EUR. Pour tenir compte du risque d'inflation de manière appropriée, elle a eu recours aux données des structures de taux d'intérêt de la Banque Centrale Européenne, de la Banque centrale américaine et de la Banque nationale suisse. Sur la base des informations disponibles, il a été supposé qu'environ 50 % du cash-flow seraient générés en EUR, 30 % en USD et environ 20 % en CHF.

Sur cette base, le taux d'intérêt unique de base a été calculé à 2.9 % au jour d'évaluation.

b) Prime de risque du marché

Pour calculer le WACC, nous utilisons une prime de risque du marché de 5.0 %. La prime de risque du marché se base sur différentes enquêtes nationales et internationales étudiant, sur plusieurs décennies, les différences entre les rendements moyens des marchés des titres développés et le rendement moyen des obligations d'Etat du pays concerné¹⁰.

c) Beta

Le facteur Beta non endetté (*unlevered*) est déterminé sur la base de celui d'entreprises cotées comparables. On a ici pris en considération des entreprises comparables qui, comme Newave, exercent des activités dans le domaine des ASC, ainsi que d'entreprises industrielles suisses. Le Beta *unlevered* obtenu pour Newave s'élève à 0,98. Le Beta endetté, qui s'élève à 1,05, a été déterminé à l'aide de la structure de capital de Newave et dérivé du Beta *unlevered* (« *relevered* »)¹¹. Des informations sur le facteur Beta des entreprises comparables identifiées sont présentées à l'Annexe IV.

L'utilisation du facteur Beta de Newave n'a pas été considérée judicieuse, eu égard à la non-liquidité de l'action.

d) Prime pour les entreprises à faible capitalisation

Dans le calcul du coût des capitaux propres, on tient compte du fait qu'une société plus faiblement capitalisée présente un risque plus important et doit donc satisfaire à des attentes de rendement plus élevées. Cette circonstance a été prise en compte par une prime de 4,0 % sur les coûts des capitaux propres¹². Il existe par exemple chez Newave le risque, typique des petites entreprises, d'une faible diversification.

e) Structure du capital

La structure moyenne du capital à long terme, avec une quote-part de fonds étrangers de 10.0 %, a été déterminée sur la base de la structure du capital des entreprises comparables.

f) Coût des capitaux étrangers

¹⁰ Cf. p.ex. Pictet & Cie. (2011) : « La performance des actions et obligations en Suisse 1926-2010 »

¹¹ Source : CapitalIQ

¹² Sur la base de l'étude Morningstar/Ibbotson (2011) : « 2011 Classic Yearbook – Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation »

Conformément aux analyses des notations financières et des « taux de couverture de l'intérêt » d'entreprises comparables, un coût de capitaux étrangers (avant impôts) à hauteur de 4,4 % environ est attendu pour Newave, ce qui correspond à une majoration de 1,5 % par rapport au taux d'intérêt de base retenu.

g) Taux d'imposition

Suite aux rapports sur les résultats des différentes filiales, nous avons appliqué un taux d'imposition moyen pondéré de 23,0 %.

Position financière nette

La position financière nette, CHF 16.1 mio., comprend des liquidités à hauteur de CHF 18.1 mio., déduction faite des obligations porteuses d'intérêt, qui résultent pour l'essentiel d'obligations de rente à hauteur de CHF 2.0 mio.

Réduction de minorité

Lorsqu'un investisseur a le contrôle d'une entreprise, il peut influencer sur les décisions essentielles de la gestion d'entreprise, notamment dans les domaines de la stratégie, de la planification, des investissements, de la composition de la direction et de la politique de dividendes. Un investisseur minoritaire ne dispose de ces possibilités d'influencer la marche de l'entreprise que dans une mesure restreinte, voire pas du tout¹³. C'est la raison pour laquelle les investisseurs attribuent usuellement une valeur matérielle au contrôle sur une entreprise.

Les parts d'une entreprise négociées en bourse sont des parts minoritaires. L'actionnaire individuel n'a en règle générale pas le contrôle de l'entreprise et ne peut pas, ou alors dans une faible mesure, influencer sur l'évolution de celle-ci. En conséquence, les composantes de valeur susmentionnées correspondant au contrôle ne sont pas immanentes au prix de l'action.

La planification sous-jacente à l'évaluation d'une entreprise sur la base de la méthode DCF est en principe soumise au contrôle total sur l'entreprise et les cash-flows, c.-à-d. une valeur calculée par la méthode DCF, donnent en premier lieu une valeur de contrôle. Dans le calcul du prix unitaire par action, qui reflète la valeur d'une part minoritaire, il convient par conséquent de prendre en compte une réduction pour absence de contrôle, donc une réduction de minorité¹⁴.

Les analyses empiriques effectuées en vue de déterminer la valeur adéquate d'une réduction de minorité portent principalement sur les primes payées dans le cadre de transactions sur des entreprises, car la réduction de minorité est l'inverse d'un supplément de contrôle. On distingue dans ce cadre généralement trois domaines d'étude en ce qui concerne les primes de contrôle. La majeure partie des études porte sur les primes payées dans le cadre de l'acquisition de parts majoritaires¹⁵. Le deuxième domaine d'études empiriques porte sur les primes pour les actions

¹³ Cf. notamment Cheridito, Schneller : « Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung », in Treuhänder (2008)

¹⁴ Cf. sources générales : Shannon P. Pratt : « Business Valuation – Discounts and Premiums » ; Valuation Advisors, LLC ; Damodaran, Aswath : « The Value of Control », working paper, Stern School of Business, New York, juillet 2005

¹⁵ Jensen, Michael C./Ruback, Richard S. : « The Market For Corporate Control », Journal of Financial Economics, 1983, v 11(1), pages 5-50 ; Hanouna, Paul, Sarin, Atulya and Shapiro, Alan C. : « Value Of

de la même entreprise dotées de droits de vote différents¹⁶, alors que le troisième domaine analyse les primes payées lors d'opérations portant sur des blocs¹⁷. Les primes observées se situent, dans les trois domaines étudiés, dans une fourchette très large allant de 5% à 82%¹⁸.

En Suisse, la prime moyenne payée sur les transactions pendant la période 2001-2011 s'élevait selon Mergerstat à environ 17 %¹⁹. Une étude empirique de 2010 concernant les primes en lien avec des offres publiques d'achat conformément à la législation sur les bourses en Suisse montre des primes situées entre 14 % et 20 % de 1998 à juillet 2010²⁰.

Le large spectre de données empiriques montre que pour quantifier une réduction de minorité adéquate pour l'objet de l'évaluation, il convient d'examiner en détail les caractéristiques et circonstances spécifiques.

À propos des études susmentionnées, il convient tout d'abord de souligner que les primes sur les transactions tiennent parfois aussi compte des synergies attendues ou peuvent être distordues par d'autres caractéristiques spécifiques aux transactions. Pour déterminer le montant de la réduction pour absence de contrôle, il y a lieu de faire abstraction des effets des synergies ainsi que des autres influences éventuelles spécifiques aux transactions. Seule doit être prise en compte la part de la prime de transaction pouvant être attribuée à la plus-value liée au contrôle sur la société-cible. Il en résulte un abaissement nécessaire de la réduction de minorité à fixer par rapport aux fourchettes susmentionnées des études empiriques de primes sur les transactions.

En outre, notamment les facteurs suivants ont une incidence particulière sur le montant de la réduction à appliquer : la date de la transaction, le secteur et la nature de la transaction.

- Les primes observées dans le courant de l'année pour des transactions comparables sont généralement inférieures à la moyenne des trois années précédentes. Cela permet d'actuellement conclure à des suppléments de contrôle ou des réductions de minorité plutôt inférieure.

Corporate Control: Some International Evidence », USC Marshall School of Business, 2001, Working Paper No. 01-4

¹⁶ Lease, Ronald C., McConnell, John J. and Mikkelsen, Wayne H. : « The Market of Value Control In Publicly-Traded Corporations », Journal of Financial Economics, 1984, v 57 (4), pages 443-468 ; McConnell, John J. and Servaes, H. (1990) : « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », Journal of Financial Economics, 27, 2, pages 595-612

¹⁷ Barclay, Michael J. and Clifford, G. : « Private Benefits From Control of Public Corporations », 1989, Journal of Financial Economics, 25, pages 371-395

¹⁸ Une analyse détaillée des primes à l'acquisition de parts majoritaires de Hanouna, Sarin et Shapiro en 2001 recouvre 9'566 transactions sur la période de 1986 à 2000. L'analyse des auteurs montre qu'à l'acquisition d'une majorité, la prime de contrôle moyenne parmi toutes les transactions analysées s'élève à 20-30 %.

¹⁹ Source : Mergerstat ; la prime se calcule sur la base du cours de l'action au jour précédant l'annonce, par rapport au prix de l'offre

²⁰ Jentsch, Valentin : « Prämienanalyse bei öffentlichen Übernahmeangeboten gemäss Börsengesetzgebung in der Schweiz », GesKR 3, 2010, pages 369-378

- Une analyse des primes observées pour la période des 12 derniers mois dans différents secteurs montre, selon Mergerstat, que dans le secteur «Electrical and Electronic Machinery and Equipment» la prime moyenne correspond approximativement à la moyenne sur l'ensemble du marché, de sorte qu'aucune adaptation des résultats des études empiriques n'est nécessaire pour cet aspect.
- On peut classer les transactions selon qu'elles aient été conclues volontairement ou correspondent à une offre obligatoire, que l'offre soit faite de manière amicale ou hostile, qu'elle soit en espèces, qu'il s'agisse d'une offre d'échange ou d'une offre mixte, ou encore qu'il n'existe qu'un seul offrant ou des offres concurrentes. Les influences à la hausse ou à la baisse de ces critères sur une prime de transaction s'équilibrent en partie dans le cas de l'offre d'ABB pour les actions nominatives de Newton et aboutissent en fin de compte à une légère augmentation de la prime sur transaction.

Eu égard à la situation économique exposée, aux études empiriques ainsi qu'à la situation spécifique de Newave, nous considérons une réduction de minorité sur la valeur déterminée en application de la méthode DCF à hauteur de 10 % comme raisonnable. Appliqué aux résultats de l'évaluation sur la base de la méthode DCF, cela correspond à une réduction de CHF 4.6 par action nominative.

Résultat de l'évaluation DCF

Afin de corroborer les résultats de la méthode DCF, KPMG a procédé à différents tests de sensibilité, en faisant varier certains générateurs de valeur. Dans ce cadre, les générateurs de valeur suivants ont été modulés :

- WACC
- taux de croissance durable dans la valeur finale
- marge EBITDA dans la valeur finale

Les résultats de l'analyse de sensibilité sont présentés à l'annexe III.

Sur la base de l'évaluation DCF et des analyses de sensibilité effectuées, on aboutit en ce qui concerne la valeur d'entreprise de Newave à une fourchette de valeur comprise entre CHF 39.1 et CHF 45.2, avec une valeur moyenne de CHF 41.8.

Tableau 2 : Résultat de la méthode DCF

Méthode DCF	
CHF '000	
Valeur d'entreprise	124,500
Position financière nette	(16,066)
Valeur du capital propre avant réduction de minorité	140,566
Réduction de minorité (10%)	14,057
Valeur du capital propre après réduction de minorité	126,510
Nombre des actions en cours (en pièce)	3,023,606
Valeur par action nominative in CHF	41.8

Source : Analyse KPMG

7.3 Méthode des multiplicateurs

Dans le cadre de la méthode des multiplicateurs, la valeur de l'entreprise est estimée sur la base de la capitalisation boursière d'entreprises comparables cotées en bourse ou sur la base des prix payés dans des transactions portant sur des entreprises comparables. Cette analyse est utilisée pour corroborer les résultats de l'analyse DCF.

7.3.1 Analyse d'entreprises cotées comparables

Dans l'évaluation du marché fondée sur l'observation d'entreprises cotées comparables, la valeur marchande de l'entreprise cotée, basée sur la valeur marchande du capital propre, est mise en relation avec la position financière nette actuelle à différents ratios financiers. Les multiplicateurs en résultant ont été appliqués aux ratios financiers correspondant de Newave afin d'estimer la valeur marchande potentielle.

Choix des entreprises de référence

Les entreprises de référence choisies étaient d'une part des entreprises cotées en bourse, actives dans le domaine des ASC (« *UPS Peers* ») et d'autre part des entreprises industrielles cotées à la SIX (« *Swiss Peers* »), à faible (« *small caps* ») et moyenne (« *mid caps* ») capitalisation boursière. Pour le premier groupe d'entreprises de référence, les critères les plus importants étaient l'appartenance à la branche ainsi que le mix de produits et de clients. Ce groupe ne contient toutefois aucune entreprise suisse, de sorte que l'influence régionale ne se reflète pas dans une mesure suffisante. C'est la raison de la définition d'un deuxième groupe, basé en premier lieu, pour des entreprises au modèle industriel en principe apparenté à celui de Newave, sur le critère du siège social en Suisse. Les critères de sélection des entreprises de référence comprenaient également la disponibilité des espérances des analystes. Les entreprises de référence ainsi que les multiplicateurs sont présentés aux annexes I et V.

Choix des multiplicateurs adéquats

Nous considérons que le multiplicateur EBITDA est le plus adapté pour corroborer l'évaluation DCF de Newave. Le multiplicateur du chiffre d'affaires n'a pas été inclus à l'évaluation, parce qu'il ne tient pas compte de la rentabilité de l'entreprise à évaluer. Le multiplicateur EBIT n'a pas été pris en compte à cause des politiques d'amortissement différentes des entreprises. Même dans l'application du multiplicateur EBITDA, il convient toutefois de prendre en compte que des distorsions peuvent apparaître en raison des différents principes d'établissement du bilan. Par exemple, Newave active les frais de développement, ce qui entraîne *ceteris paribus* un EBITDA supérieur à celui qui serait obtenu en cas de non-activation, parce que les frais de développement sont, *de facto*, inclus dans l'amortissement. Or le traitement des frais de développement varie entre les entreprises de référence et une quantification précise des frais de développement n'est guère possible, étant donné l'absence d'estimations d'experts à ce sujet.

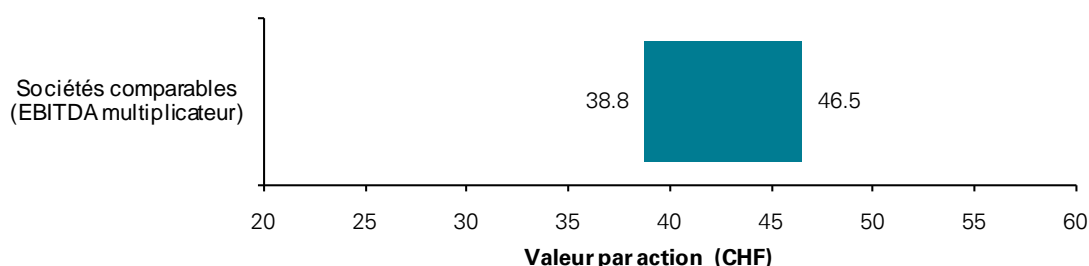
Résultat de l'analyse des multiplicateurs en référence à des entreprises cotées comparables

Nous considérons néanmoins le multiplicateur EBITDA comme étant le plus adapté pour corroborer les résultats, parce que les informations pouvant être tirées des autres indices (chiffre d'affaires ou EBIT) sont encore plus restreintes. Pour l'analyse de la valeur de Newave, nous avons appliqué la valeur médiane des multiplicateurs EBITDA des années 2010 à 2012 aux ratios financiers correspondants de Newave.

Il n'est pas nécessaire d'appliquer de supplément ni de réduction sur la valeur calculée au moyen des multiplicateurs, parce que les titres des entreprises cotées comparables correspondent déjà à la définition requise de la valeur de l'action nominative Newave, à savoir celle d'une part minoritaire non liquide (cf. chap. 2).

La fourchette de valeur en résultant pour les actions Newave est présentée dans le graphique suivant.

Tableau 3 : Résultat de l'évaluation du marché en référence à des entreprises cotées comparables



Source : Analyse KPMG

Sur la base de l'analyse au moyen des multiplicateurs EBITDA d'entreprises cotées comparables, on peut dériver pour la valeur de l'entreprise Newave une fourchette de valeurs de CHF 101.2 mio. à CHF 124.6 mio.. Compte tenu de la position financière nette à hauteur de CHF 16.1 mio., la fourchette de valeur du capital propre s'étend de CHF 117.3 mio. à CHF 140.6 Mio., soit CHF 38.8 à CHF 46.5 par action nominative.

La fourchette de valeur des multiplicateurs confirme donc la valeur moyenne calculée par la méthode DCF.

7.3.2 Analyse de transactions comparables

En complément à l'analyse d'évaluation au moyen de multiplicateurs d'entreprises cotées comparables, nous avons procédé à une analyse de transactions d'entreprise comparables.

Les principaux critères de sélection pour l'identification de transactions comparables comprennent les points suivants :

- L'entreprise visée est active dans la même industrie que Newave
- La transaction a provoqué un changement au niveau du contrôle
- La transaction a été exécutée dans la période comprise entre 2007 et le jour d'évaluation
- Le prix de la transaction et les ratios financiers essentiels de l'entreprise visée, à la date de la transaction, sont connus

Les transactions identifiées sur la base des critères ci-dessus n'ont toutefois pas été prises en considération dans l'évaluation, pour les raisons suivantes.

D'une part, il convient de relever que les multiplicateurs de transaction peuvent être biaisés par des caractéristiques spécifiques aux transactions. Les fourchettes de 3.3x à 21.3x obtenues pour

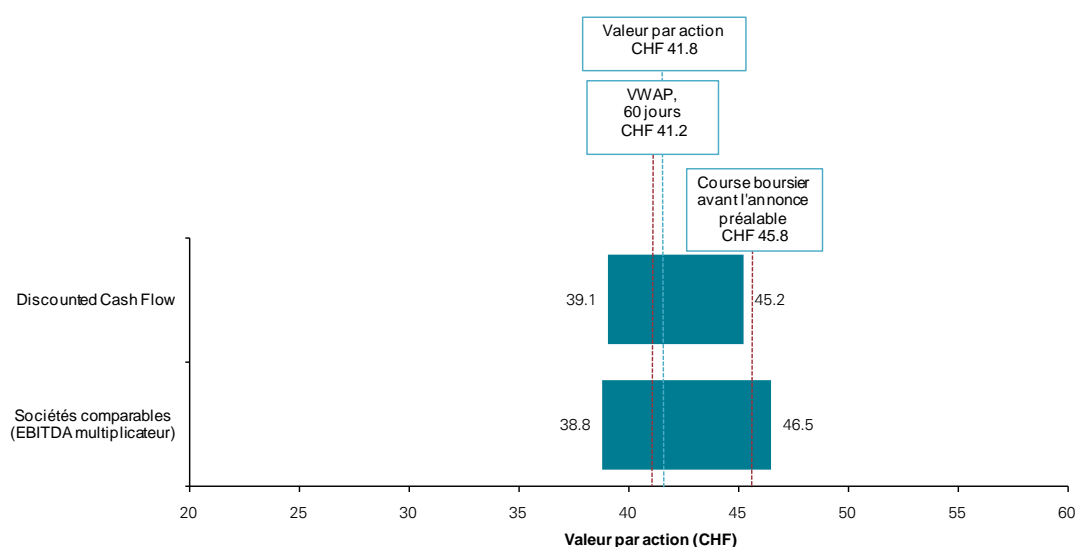
les multiplicateurs EBITDA sont peu concluantes et peuvent être imputées à différents facteurs, qui ne peuvent cependant être évalués de manière définitive sur la base des informations à disposition.

En outre, les transactions observées proviennent en partie d'entreprises présentant un portefeuille plus large que Newave ou divergent. Eu égard au fait que les valeurs historiques observées ne reflètent les attentes actuelles du marché que de manière incomplète, les transactions comparables n'ont pas été utilisées pour corroborer l'évaluation.

8 Synthèse et résultat

La synthèse des résultats de l'évaluation est présentée dans le graphique ci-dessous.

Illustration 10 : Représentation graphique des résultats de l'évaluation



La valeur du capital propre de Newave au 8 décembre 2011 obtenue en appliquant la méthode DCF et en prenant en compte une réduction de minorité s'élève à CHF 126.5 mio. Sachant qu'il existe 3'023'606 actions nominatives Newave pertinentes, cela correspond à une **valeur de CHF 41.8 par action**.

L'analyse d'entreprises cotées comparables corrobore le résultat de l'évaluation DCF.

L'expertise d'évaluation a été achevée le 12 décembre.

KPMG SA



Johannes Post
 Associé



Rolf Langenegger
 Directeur

Annexes

Annexe I : Présentation succincte des entreprises de référence (1/3)

Enterprises comparables	Description
Schneider Electric S.A.	Schneider Electric S.A. engages in the design, development, and sale of products, equipment, and solutions related to the metering, management, and use of energy in France and internationally. Its power business offers power solutions, such as circuit breakers, transformers, and busbar trunking products for industrial, commercial, and residential buildings; and lighting and heating management devices, such as sockets, switches, drives, and thermostats; control systems for doors, gates, and shutters; security, fire alarm, and intruder alert systems; and voice-data-image networks for the residential market. The company's energy business provides circuit breakers, medium/low voltage capacitors, transformers, medium voltage cells, and SCADA – supervision control primarily for infrastructure, utilities, and industrial or commercial buildings. Schneider Electric's buildings business provides assistance for industrial or commercial buildings to become energy efficient using automation and security systems, including programmable regulators, centralized building management systems, camera sensors, and security monitoring equipment. Its industry business offers complete solutions for industrial automation and control comprising advanced UPS HMI–human-machine interface terminals, power supply, push buttons and indicator lights, optimum temperature control, and customized sensors. The company's IT business specializes in critical power for data centres consisting of monophase and three-phase UPS, server cabinets, network power control, and in-row cooling systems. It also provides life cycle services, including audit and consulting, solutions engineering, installed base services, and job training services. Schneider Electric S.A. has a strategic alliance with MAVERICK Technologies LLC. The company was founded in 1836 and is based in Rueil Malmaison, France.
Thomas & Betts Corp.	Thomas & Betts Corporation designs, manufactures, and markets electrical components for industrial, construction, and utility markets in the United States, Canada, and Europe. It operates in three segments: Electrical; Steel Structures; and Heating, Ventilation, and Air-Conditioning (HVAC). The Electrical segment offers connectors, components, and other products. Its products include fittings and accessories; fastening products, such as plastic and metallic ties for bundling wire, and flexible tubing; connectors, including compression and mechanical connectors for high-current power and grounding applications; indoor and outdoor switch and outlet boxes, covers, and accessories; floor boxes; metal framing used as structural supports for conduits, cable tray, and electrical enclosures; emergency and hazardous lighting; utility distribution connectors and switchgear; power quality equipment and services; and other products, including insulation products, wire markers, and application tooling products. The Steel Structures segment designs, manufactures, and markets engineered steel transmission structures for investor-owned utilities, cooperatives, and municipal utilities. The HVAC segment offers heating, ventilation, and air conditioning products for commercial and industrial buildings. Its products include gas, oil, and electric unit heaters; gas-fired duct furnaces; indirect and direct gas-fired make-up air; infrared heaters; and evaporative cooling and heat recovery products. The company sells its products through various channels, including electrical, utility, telephone, cable, and HVAC distributors; mass merchandisers, catalog merchandisers, and home improvement centers; and directly to original equipment manufacturers, utilities, and certain end-users. Thomas & Betts Corporation was founded in 1898 and is headquartered in Memphis, Tennessee.
Eaton Corporation	Eaton Corporation operates as a power management company worldwide. It provides electrical components and systems for power quality, distribution, and control; hydraulics components, systems, and services for industrial and mobile equipment; aerospace fuel, hydraulics, and pneumatic systems for commercial and military use; and truck and automotive drivetrain, and powertrain systems for performance, fuel economy, and safety. The company also manufactures screw-in cartridge valves, custom-engineered hydraulic valves, and manifold systems; and electrical and electromechanical systems. In addition, it designs, manufactures, and distributes intake and exhaust valves for diesel and gasoline engines; supplies electrical components for commercial and residential building applications and industrial controls for industrial equipment applications; and manufactures human machine interfaces, programmable logic controllers, and input/output devices. Further, the company also operates as a provider of customized enclosures, rack systems, and air-flow management systems to store, power, and secure mission-critical IT data center electronics; and manufacturer, distributor, and service provider of single-phase and three-phase uninterruptible power supply systems. Eaton Corporation was founded in 1916 and is headquartered in Cleveland, Ohio.

Présentation succincte des entreprises de référence (2/3)

Enterprises comparables	Description
Emerson Electric Co.	Emerson Electric Co. operates as a diversified manufacturing and technology company. The company engages in appliance solutions, climate technologies, industrial automation, motor technology, network power, process management, professional tools, and storage solutions businesses. Its appliance solutions business provides appliance controls, appliance motors, heating products, and white-rodgers; climate technology business provides heating, ventilation, air conditioning, and refrigeration (HVACR) solutions for residential, industrial, and commercial applications; and industrial automation business offers bearings and power transmission products, electrical power generation products, electric motors, variable speed drives and servos, electrical products, material joining solutions, fluid automation products, and wind turbine systems. The company's motor technology business provides appliance motors, HVACR motors, DC motors, fractional horsepower motors, integral horsepower and larger motors, and drives; network power business provides power, precision cooling, connectivity, and embedded solutions; and process management business provides various wireless related products from self-organizing field networks to wireless asset and people tracking. Its professional tools business offers pipe working and threading equipment, pressing technology, utility locating and visual diagnostics systems, drain maintenance tools, power tools, air tools, general purpose hand tools, wet/dry vacs, job site storage equipment, truck tool boxes and equipment, and van storage equipment; and storage solutions business provides shelving and storage products for residential, commercial, and foodservice needs, as well as offers specialized carts, mobile computer workstations, and cabinet fixtures. The company was founded in 1890 and is headquartered in St. Louis, Missouri.
Interroll Holding AG	Interroll Holding Ltd., through its subsidiaries, engages in the manufacture and marketing of components and subsystems for unit load handling systems, internal logistics, and automation worldwide. It offers drum motors for belt conveyors, conveyor rollers, roller drives, wheels and accessories, roller conveyors, belt conveyors, belt curves and merges, first-in first-out pallet flow storage systems, last-in first-out pushback storage systems, carton wheel flow storage systems, versatile flow storage systems, flex flow storage systems, sorters, process automation systems, and conveyor subsystems. The company serves various customers, including regional plant manufacturers and engineering specialists, as well as system integrators, multinational companies, and end users. Its solutions are used primarily in the areas of food processing, airport logistics, postal services, distribution, and other sectors, as well as in the automotive and pharmaceutical industries. Interroll Holding Ltd. was founded in 1959 and is headquartered in Sant'Antonino, Switzerland.
Huber & Suhner AG	Huber+Suhner AG, through its subsidiaries, engages in the manufacture and sale of components and systems for electrical and optical connectivity to the communication, transportation, and industrial markets. The company offers radio frequency products that include cable assemblies, cables, connectors, antennas, components, lightning/EMP protectors, power splitters, and power switches; and fiber optic products, such as connectors, cables, assemblies, field terminations, cabling systems, fiber management systems, passive network components, and manufacturing equipment. It also provides low frequency products consisting of UL cables, solar systems, jumper cables, system cables, and databus cables. Huber+Suhner AG operates in Europe, the Middle East, Africa, the Asia-Pacific, and North and South America. The company is headquartered in Pfaffikon, Switzerland.

Présentation succincte des entreprises de référence (3/3)

Enterprises comparables	Description
LEM Holding AG	LEM Holding SA engages in the design and manufacture of products to measure electrical parameters. Its principal products include current and voltage transducers, which are used for various applications in industrial, traction, energy, and automotive markets; used in AC/DC converters and uninterrupted power supply systems (UPS) for computers; and energy applications, such as micro-turbines, and wind and solar power generation. The company also provides Sentinel, a standby battery management solution for critical applications in UPS, telecoms, utilities, aviation, trackside, petrochemicals, life-critical systems, safety and shutdown systems, and alternative energy systems. In addition, it offers wireless local energy meter, a sub-metering network comprising energy meter nodes, mesh nodes, and mesh gate; and energy meter for traction (EM4T), an energy meter for rail network applications. The company has operations in Europe, North America, Asia, and internationally. LEM Holding SA was founded in 1972 and is headquartered in Plan-les-Ouates, Switzerland.
Schaffner Holding AG	Schaffner Holding AG, together with its subsidiaries, provides electromagnetic compatibility (EMC) and power quality solutions worldwide. It offers EMC/EMI filters, such as PCB filters, IEC inlet filters/power entry modules, DC filters, single-phase filters, three-phase filters, three-phase and neutral line filters, and open frame filters; EMC/EMI chokes, including common-mode chokes and saturating chokes; feedthrough filters and capacitors; and automotive solutions. The company also provides power quality products, such as magnetic components, active and passive harmonic filters, line filters and reactors, dv/dt filters and reactors, sine wave filters, regen reactors and filters, and transformers, as well as offers customized solutions in various fields. In addition, it designs and manufactures EMC and power quality components for electric drive systems in electric and hybrid vehicles, and for the charging infrastructure, as well as components for convenience and safety electronics in automobiles. The company's components are deployed in energy-efficient drive systems and electronic motor controls in wind power and photovoltaic systems, rail technology, machine tools, robotics, and public transport, as well as power supplies for various electronic devices in sectors, such as medical technology or telecommunications. It serves original equipment manufacturers, equipment manufacturers, and systems integrators. The company was founded in 1962 and is headquartered in Luterbach, Switzerland.

Source : CapitalIQ

Annexe II : Détermination du coût moyen pondéré du capital

Coûts des FP

Taux d'intérêt sans risque ⁽¹⁾	+	Bêta endettée ⁽²⁾	x	Prime de risque de marché ⁽³⁾	+	Alpha factor Prime de taille limitée ⁽⁴⁾	=	Coûts des FP
2.9%		1.05		5.0%		4.0%		12.2%

Coûts de FE (Après taux d'imposition)

(Taux d'intérêt sans risque ⁽¹⁾	+	Prime de FE ⁽⁵⁾	x	(1-Taux d'imposition) ⁽⁶⁾	=	Coûts de FE (après impôts)
2.9%		1.50%		77.0%		3.4%

Déduction des coûts moyens et pondérés du capital (CMPC; WACC)

	Structure du capital ⁽⁷⁾	Coûts de capital	
FP	90.0%	12.2%	11.0%
FE	10.0%	3.4%	0.3%
WACC =			11.3%

Annotations

- (1) Le taux d'intérêt hors risque représente un investissement alternatif sans risque et adéquat quant aux délais de la Suisse et Etats Unis et l'UE (AAA) le 30 Novembre 2011.
- (2) Le facteur beta non endetté (unlevered) est déterminé sur la base de celui d'entreprises cotées comparables (source: Capital IQ). Le beta endetté, a été déterminé à l'aide de la structure du capital de Newave et dérivé du beta unlevered („re-levered“) (avec Harris-Pringle formule).
- (3) La prime de risque du marché se base sur différentes enquêtes nationales et internationales étudiant sur plusieurs décennies les différences entre les rendements moyens des marchés des titres développés et le rendement moyen de l'obligation d'Etat du pays concerné.
- (4) Une société plus faiblement capitalisée présente un risque plus important et doit donc satisfaire à des attentes de rendement plus élevées. Cette circonstance a été prise en compte avec une prime au niveau des coûts des capitaux propres. Source: Ibbotson in Stock, Bonds, Bills & Inflation (Valuation Edition) 2011 Yearbook.
- (5) Conformément aux analyses des notations financières ainsi que des taux de couverture de l'intérêt d'entreprises comparables.
- (6) Suite aux rapports sur les résultats des différentes filiales, on a appliqué un taux d'imposition moyen pondéré de 23,0%.
- (7) La structure moyenne du capital à long-term a été déterminée sur la structure cible du capital d'entreprises comparables.

Source : Capital IQ, analyse KPMG

Annexe III : Analyse de sensibilité DCF

Analyse de sensibilité WACC / Taux de croissance dans la valeur finale

Analyse de sensibilité - Valeur par action [1]						
WACC		Taux de croissance perpétuelle				
		1.2%	1.7%	2.2%	2.7%	3.2%
	9.8%	45.7	47.3	49.1	51.2	53.6
	10.3%	43.4	44.8	46.4	48.2	50.2
	10.8%	41.4	42.6	44.0	45.5	47.3
	11.1%	39.6	40.6	41.8	43.2	44.7
	11.8%	37.9	38.9	39.9	41.1	42.4
	12.3%	36.4	37.3	38.2	39.2	40.4
	12.8%	35.1	35.8	36.6	37.5	38.5

Analyse de sensibilité WACC / Marge EBITDA dans la valeur finale

Analyse de sensibilité - Valeur par action [1]						
WACC		EBITDA Marge perpétuelle				
		17.0%	17.5%	18.0%	18.5%	19.0%
	9.8%	46.6	47.9	49.1	50.4	51.6
	10.3%	44.1	45.2	46.4	47.6	48.7
	10.8%	41.8	42.9	44.0	45.1	46.1
	11.3%	39.8	40.8	41.8	42.8	43.9
	11.8%	38.0	39.0	39.9	40.9	41.8
	12.3%	36.4	37.3	38.2	39.1	40.0
	12.8%	35.0	35.8	36.6	37.5	38.3

Remarque :

[1] Il est tenu compte d'une réduction de minorité de 10 %

Source : Analyse KPMG

Annexe IV : Détermination du facteur Beta

Entreprises comparables	Beta endetté	Dettes nette / Valeur d'entreprise	Dettes nette / Fonds propres	Prime de FE	Dettes beta	Beta non-endetté
Name	2 ans période (hebdomadaire)	Fin de l'année	Fin de l'année	Analyse particulière	Prime de FE / Prime de risque de marché	2 ans période (hebdomadaire)
Schneider Electric S.A.	1.26	21.0%	26.6%	1.7%	0.34	1.07
Thomas & Betts Corp.	1.35	10.9%	12.2%	2.5%	0.49	1.26
Eaton Corporation	1.33	28.3%	39.4%	1.7%	0.34	1.05
Emerson Electric Co.	1.17	9.3%	10.2%	1.5%	0	1.09
Interroll Holding AG	0.77	6.7%	7.2%	1.0%	0.19	0.73
Huber & Suhner AG	0.90	0.0%	0.0%	n/a	n/a	0.90
LEM Holding AG	0.77	2.3%	2.3%	1.0%	0	0.76
Schaffner Holding AG	0.80	6.8%	7.3%	1.3%	0.26	0.76
Minimum						
Maximum						
Médiane	1.04	10.7%	13.2%	1.5%	0.30	0.95
Moyen arithmétique	1.03	8.1%	8.8%	1.5%	0.30	0.98
Appliqué (arrondi)		10.0%	11.1%	1.5%		0.98

Beta non-endetté	x	(1+ (Dettes nette / Fonds propres))	-	(Dettes beta ¹	x	(Dettes nette / Fonds propres))	=	Bêta endettée
0.98		1.11		0.30		11.1%		1.05

Annotations

(1) Dettes beta = Prime de FE / Prime de risque de marché

Source : Bloomberg, CapitalIQ

Annexe V : Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables

Analyse d'entreprises comparables cotées en bourse												
Entreprises comparables	Monnaie	Capitalisation du marché	Valeur d'entreprise	Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires			Valeur d'entreprise / EBITDA			Valeur d'entreprise / EBIT		
				2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Schneider Electric S.A.	EUR	22,291	28,291	1.8 x	1.3 x	1.2 x	10.2 x	7.8 x	7.4 x	12.5 x	9.6 x	9.0 x
Thomas & Betts Corp.	USD	2,743	2,998	1.4 x	1.3 x	1.2 x	9.3 x	7.9 x	7.2 x	12.6 x	10.4 x	9.4 x
Eaton Corporation	USD	15,236	20,036	1.6 x	1.2 x	1.2 x	12.3 x	8.5 x	7.8 x	17.8 x	10.0 x	9.0 x
Emerson Electric Co.	USD	38,244	42,642	2.2 x	1.8 x	1.7 x	10.9 x	8.4 x	8.4 x	13.4 x	10.1 x	9.8 x
Interroll Holding AG	CHF	232	248	1.0 x	0.9 x	0.9 x	7.8 x	6.0 x	5.5 x	13.5 x	n/m	8.7 x
Huber & Suhner AG	CHF	803	646	1.3 x	0.9 x	0.9 x	7.7 x	6.3 x	7.1 x	10.3 x	9.3 x	11.3 x
LEM Holding AG	CHF	467	478	2.0 x	2.2 x	2.0 x	9.3 x	12.6 x	10.3 x	10.6 x	15.8 x	12.4 x
Schaffner Holding AG	CHF	140	151	1.0 x	0.8 x	0.8 x	8.5 x	7.6 x	6.9 x	11.3 x	10.6 x	9.5 x
Moyen arithmétique				1.5 x	1.3 x	1.2 x	9.5 x	8.1 x	7.6 x	12.8 x	10.8 x	9.9 x
Médiane				1.5 x	1.3 x	1.2 x	9.3 x	7.8 x	7.3 x	12.5 x	10.1 x	9.5 x
Newave Energy Holding SA				1.5 x	1.5 x	1.4 x	9.9 x	8.9 x	8.1 x	11.3 x	11.1 x	9.9 x

n/a: not available; n/m: not meaningful

Source : CapitalIQ, données au 7 décembre 2011