



Lombard Odier Darier Hentsch

## Corporate Finance

### **Rapport à l'attention du conseil d'administration de Bon appétit Group SA**

relatif à l'

Appréciation de l'équité financière de l'offre publique d'acquisition de REWE-Beteiligungs-Holding International GmbH portant sur les actions nominatives de Bon appétit Group SA encore en mains du public

10 septembre 2004

**Lombard Odier Darier Hentsch & Cie**  
Corporate Finance

Sihlstrasse 20 · 8021 Zürich | Caselle postale 1831 · 8032 Zürich | Schweiz  
Téléphone +41 (0)1 214 11 11 · Fax +41 (0)1 214 13 39 · [www.lodh.com](http://www.lodh.com)

# TABLE DES MATIÈRES

<b>LISTE DES ABREVIATIONS .....</b>	<b>III</b>
<b>LISTE DES ANNEXES .....</b>	<b>IV</b>
<b>1 INTRODUCTION .....</b>	<b>1</b>
1.1 SITUATION INITIALE .....	1
1.2 MISSION CONFIEE PAR LE CONSEIL D'ADMINISTRATION DE BON APPÉTIT À LODH .....	2
<b>2 BASES DE L'APPRÉCIATION.....</b>	<b>3</b>
<b>3 PRÉSENTATION DU GROUPE BON APPÉTIT .....</b>	<b>5</b>
3.1 BRÈVE DESCRIPTION.....	5
3.2 APERÇU DU MODÈLE ET DE LA STRATÉGIE D'ENTREPRISE .....	5
3.3 APERÇU DU MARCHÉ.....	7
3.4 RELATIONS ENTRE LE GROUPE REWE ET LE GROUPE BON APPÉTIT.....	9
<b>4 ANALYSE ET ÉVALUATION .....</b>	<b>11</b>
4.1 MÉTHODES D'ÉVALUATION.....	11
4.2 ANALYSE DU RÉSULTAT DE LA PREMIÈRE OFFRE D'ACQUISITION.....	11
4.3 ANALYSE DES COURS ET VOLUMES .....	12
4.4 MÉTHODE DU DISCOUNTED CASHFLOW .....	13
4.5 ÉVALUATION PAR LE MARCHÉ SUR LA BASE D'ENTREPRISES COTÉES COMPARABLES .....	17
<b>5 APPRÉCIATION GLOBALE .....</b>	<b>18</b>

## Liste des abréviations

Action Bon appétit	Action nominative d'une valeur nominale de CHF 5 de Bon appétit Group SA
Beta	Risque relatif lié aux capitaux propres
Bon appétit	Bon appétit Group SA
CAPM	Capital asset pricing model
CHF	Francs suisses
DCF	Discounted Cashflow
Groupe Bon appétit	Bon appétit Group SA, ses filiales et participations directes et indirectes
Groupe Curti	B. Curti Holding SA, parenté et personnes et sociétés proches de la famille Curti
Groupe Hofer	HOFER Management SA, Hofer-Holding SA
Groupe REWE	REWE Zentralfinanz eG et REWE Zentral AG, ainsi que leurs filiales et participations directes et indirectes
LODH	Lombard Odier Darier Hentsch Corporate Finance
mia	Milliards
mio	Millions
p. ex.	Par exemple
resp.	Respectivement
REWE	REWE-Beteiligungs-Holding International GmbH
WACC	Weighted average cost of capital

## Liste des Annexes

- Annexe 1 : Evolution du cours de l'Action Bon appétit
- Annexe 2 : Analyse du volume de l'Action Bon appétit
- Annexe 3 : Analyse du Beta et de la structure du capital d'entreprises cotées comparables
- Annexe 4 : Analyse des multiples d'entreprises cotées comparables

# 1 Introduction

## 1.1 Situation initiale

En date du 11 juin 2003, REWE a annoncé avoir conclu avec le Groupe Curti et la société egb Immobilien SA des contrats d'achat portant sur 52.99% des droits de vote de Bon appétit. Ces contrats ont été exécutés en date du 27 août 2003 après délivrance des autorisations nécessaires par les autorités de la concurrence. REWE a ensuite présenté aux actionnaires publics de Bon appétit une offre d'acquisition au prix de CHF 60.80 en espèces par Action Bon appétit. A l'issue de l'offre publique d'acquisition et suite à des acquisitions directes au travers de la bourse, REWE disposait de 88.15% des Actions Bon appétit.

REWE est une entreprise de la REWE-Handelsgruppe. REWE-Handelsgruppe réunit différents segments d'activités sous un même toit, allant du commerce de détail et de gros de produits alimentaires, aux marchés spécialisés et au tourisme.

Le 13 août 2004, l'achat par REWE au Groupe Hofer de 10.85% supplémentaires des Actions Bon appétit en circulation dans le cadre d'une transaction privée au prix de CHF 60.80 en espèces par action a été exécuté. Cette transaction résultait de l'exercice d'une option put, accordée par REWE au Groupe Hofer avant l'exécution de la première offre publique d'acquisition et qui avait été déclarée dans le prospectus d'offre. Avec l'acquisition des actions du Groupe Hofer, REWE augmente sa participation dans Bon appétit à 99.02%.

En date du 16 août 2004, REWE a publié l'annonce préalable d'une deuxième offre publique d'acquisition (offre volontaire) portant sur toutes les Actions Bon appétit encore en mains du public (0.98% des actions émises), ceci dans le but de demander l'annulation des titres restants ("squeeze-out") en application de l'article 33 de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières et de solliciter la décota-

tion des Actions Bon appétit à l'issue de cette deuxième offre publique d'acquisition.

Selon l'annonce préalable, le prix offert dans le cadre de la deuxième offre publique d'acquisition s'élèvera à CHF 60.80 par Action Bon appétit, ce qui correspond au prix payé tant lors de la première offre publique d'acquisition de REWE en 2003 que dans le cadre de la transaction privée avec le Groupe Hofer en août 2004.

## **1.2 Mission confiée par le conseil d'administration de Bon appétit à LODH**

Le conseil d'administration de Bon appétit a mandaté LODH pour l'établissement d'un rapport (Fairness Opinion) relatif à l'équité financière de la deuxième offre publique d'acquisition de REWE à l'attention des actionnaires publics de Bon appétit. Ce rapport sert de base d'appréciation pour le conseil d'administration et pour le rapport de ce dernier. Il peut être mis publiquement à disposition.

Le rapport ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de refuser la deuxième 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. Enfin, le rapport ne contient pas d'appréciation par rapport à la valeur future de l'Action Bon appétit et à quel prix les Actions Bon appétit qui ne seront pas présentées à l'acceptation de l'offre pourront être vendues à l'avenir.

## 2 Bases de l'appréciation

LODH a notamment fondé son évaluation sur les éléments suivants:

- Annonce préalable publiée le 16 août 2004 de la deuxième offre publique d'acquisition de REWE portant sur toutes les Actions Bon appétit se trouvant en mains du public;
- Projet de prospectus de la deuxième offre publique d'acquisition de REWE portant sur toutes les Actions Bon appétit encore en mains du public;
- Prospectus d'offre publique d'acquisition de REWE portant sur toutes les Actions Bon appétit en mains du public daté du 2 septembre 2003;
- Des informations publiques concernant le groupe Bon appétit, qui étaient jugées déterminantes pour l'analyse de LODH, y compris les comptes annuels révisés 2001, 2002 et 2003, ainsi que les comptes semestriels non révisés 2001, 2002, 2003 et 2004, communiqués de presse, rapports d'analystes, articles de presse;
- Des informations internes au Groupe Bon appétit (opérationnelles et financières) et les documents y relatifs, qui ont été jugés déterminants pour l'analyse de LODH, y compris les plans stratégiques et les projections de budget/financières du management du Groupe Bon appétit;
- Etudes du marché IHA-GfK: "Detailhandel Schweiz und dm-plus Direktmarketing" (cf. chiffre 3.3);
- Analyse du marché des capitaux de Pictet & Cie: "Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2003)", janvier 2004 (cf. chiffre 4.4);
- Analyses du marché des capitaux de Pratt, S.P. / Reilly, R.F. / Schweih, R.P.: "Valuing small businesses & professional practices; Koeplin, J. / Sarin, A.C.: "The private company discount", in Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No. hiver 2000 (cf. chiffre 4.4);

- Analyse historique des cours et volume de l'Action Bon appétit;
- Informations choisies concernant le marché des capitaux, d'ordres financier et commercial, concernant une sélection d'entreprises cotées (cf. Annexes 3 et 4);
- Certaines informations concernant une sélection de transactions d'entreprises comparables (cf. chiffre 4.1).

LODH a vérifié la plausibilité des informations opérationnelles et financières, y compris les plans stratégiques, les budgets financiers et les projections du management de Bon appétit, et les a discutés avec des représentants du management de Bon appétit.

Dans le cadre de ses travaux, LODH n'a pas visité les locaux et installations du Groupe Bon appétit. Par ailleurs, LODH n'a pas effectué ou fait effectuer des estimations ou évaluations des actifs et passifs.

L'appréciation de LODH est basée sur des indicateurs relatifs au marché, à la gestion d'entreprises et à la gestion financière; elle tient compte de l'état des marchés des capitaux ainsi que d'autres conditions qui prévalaient au moment de l'appréciation, ou qui étaient attendues, et qui pouvaient être évaluées.

Lors de l'établissement de son rapport, LODH a tenu pour acquis le caractère exact et complet des informations financières et des autres informations utilisées; LODH s'est basée sur ces informations, sans toutefois assumer la responsabilité pour le contrôle indépendant desdites informations.

Par ailleurs, LODH s'est basée sur des affirmations du management de Bon appétit selon lesquelles ce dernier n'avait connaissance d'aucun fait ou circonstance, selon lesquels les informations utilisées étaient imprécises ou trompeuses.

## **3 Présentation du Groupe Bon appétit**

### **3.1 Brève description**

Le Groupe Bon appétit est actif dans le commerce de produits alimentaires pour le secteur gastronomique et le commerce de détail. Avec des marques telles que Pick Pay (discounter d'articles de marque), Primo/Visavis (magasins de quartier franchisés), Usego (commerce de gros), Prodega et Growa (commerce de gros cash & carry), Howeg (approvisionnement du secteur gastronomique en Suisse) ou Aldis Service Plus (ASP; approvisionnement du secteur gastronomique en France), le groupe a réalisé, en 2003, un chiffre d'affaires de CHF 3'090 mio (sans ASP, puisque cette dernière dresse son bilan selon la méthode de la mise en équivalence). Le siège principal de la société est à Moosseedorf, près de Berne. REWE est l'actionnaire principal de Bon appétit. Selon l'annonce préalable du 16 août 2004, REWE détient 99.02% des Actions Bon appétit émises; le 0.98% restant des Actions Bon appétit se trouve en mains du public.

### **3.2 Aperçu du modèle et de la stratégie d'entreprise**

Avec la vente en 2004 des actions détenues dans le Groupe Magro SA (commerce de détail de produits alimentaires, participation de 97.6%) et dans Lekkerland (Suisse) SA (livraison de magasins, participation de 50%), le Groupe Bon appétit a en grande partie achevé la réorganisation commerciale qu'il avait entreprise ces dernières années.

Le modèle d'entreprise actuel du Groupe Bon appétit se compose des divisions Retail (Pick Pay, Usego) et Gastro (Prodega, Howeg, Growa, ASP).

Les stratégies des principales divisions du Groupe Bon appétit sont brièvement décrites ci-après:

### Division Retail

Il est prévu de positionner plus fortement encore Pick Pay (discounter d'articles de marque) en tant que discounter, ceci afin de pouvoir faire face au futur défi d'un comportement des consommateurs plus sensible au prix, aux efforts d'expansion des concurrents actuels ainsi qu'à l'actuelle entrée sur le marché suisse de concurrents étrangers forts. En raison de ces défis, il convient de s'attendre à une redistribution des parts de marché d'une part et à une pression supplémentaire sur les prix de vente d'autre part.

Usego (commerce de gros et systèmes de franchise Primo et Visavis) se voit face au défi d'une disparition continue des magasins de quartier ("Lädelisten"), c'est-à-dire la suppression de points de vente de petite taille. Il est à prévoir que la fermeture de tels points de vente continue, et cela aussi bien en raison d'acquisitions futures de parts de marché complémentaires par des concurrents qu'en raison de la pression accrue sur les prix. C'est avant tout les magasins Primo et Visavis de petite taille qui risquent d'être touchés par de telles fermetures.

### Division Gastro

Prodega et Growa (commerce de gros cash & carry) seront renforcés par de nouveaux emplacements. Si le commerce Cash & Carry sera probablement influencé négativement par un affaiblissement tendanciel de la gastronomie, il devrait en même temps profiter d'une concentration possible de la gastronomie sur ses canaux d'approvisionnement (c'est-à-dire transfert de l'approvisionnement auprès des fournisseurs de gros locaux en direction du commerce de gros cash & carry).

Howeg (commerce de gros par livraison pour gastronomie, hôtellerie, hôpitaux et homes) se trouvait, en 2003, sous le signe de la restructuration. Une optimisation des prestations de logistique constituait la priorité. L'année 2004 aussi est imprégnée de cette restructuration.

ASP (commerce de livraison en France) vise à gagner des parts de marché supplémentaires, ceci après que la restructuration réalisée ait permis d'obtenir des résultats positifs.

### 3.3 Aperçu du marché

#### Commerce de détail<sup>1</sup>

En 2003, la part du commerce de détail suisse (en termes de chiffre d'affaires) s'élevait à CHF 83.1 mia, pour une consommation privée totale en Suisse de CHF 265 mia. Cette part a sensiblement diminué au cours des deux dernières décennies. Si cette part s'élevait encore à 45% en 1980, elle ne représentait plus que 33% en 2003. Pour l'avenir, une diminution supplémentaire de cette part est attendue.

En termes absolus, le chiffre d'affaires du commerce de détail est tombé de CHF 83.2 mia en 2002 à CHF 83.1 mia en 2003, ce qui représente une diminution de 0.1%. Du chiffre d'affaires total du commerce de détail suisse, CHF 40.6 mia (48.9%) concernaient en 2003 le secteur Food / Near-Food, et CHF 42.5 mia (51.1%) sur le secteur Non-Food. La diminution du chiffre d'affaires dans le commerce de détail en 2003 résulte d'évolutions différentes de ces deux secteurs. Tandis que le secteur Food / Near-Food a augmenté de 2.5%, celui du secteur Non-Food a diminué de 2.7%.

En raison d'un marché intérieur saturé et de dépenses pour l'alimentation qui diminuent en même temps, il n'a pas lieu d'attendre des impulsions de croissance pour le marché de la part des consommateurs. Pour les années à venir, une croissance annuelle moyenne de 1% du chiffre d'affaires du secteur Food / Near-Food du commerce de détail est attendue, ce qui suppose une légère amélioration du climat de la consommation.

Par rapport au comportement d'achat, les consommateurs font, également dans l'alimentation, davantage attention au service et à la commodité. En général, une demande accrue est attendue dans les secteurs Convenience, produits bio, alimentation adaptée à l'âge et Functional Food.

---

<sup>1</sup>cf. IHA-GFG: Detailhandel Schweiz 2004

Les deux distributeurs Migros et Coop sont les leaders incontestables du marché. Ils se sont partagé, en 2003, environ un tiers de la totalité du chiffre d'affaires du commerce de détail total, et presque 70% dans le secteur Food / Near-Food (Migros 34.2%, Coop 34.2). La part de la Division Retail du Groupe Bon appétit au marché Food / Near-Food s'élevait, en 2003, à 4.9%. La part comparable de Denner correspondait à 4.2%.

Le développement traînant de l'économie et l'incertitude des consommateurs ont pour résultat que le prix, suivi de près de l'assortiment, est devenu le paramètre dominant lors du choix de l'endroit des achats. Jusqu'à présent, en Suisse, seuls Denner et Pick Pay faisaient partie des discounters. Avec l'entrée imminente d'Aldi et de Lidl, les deux discounters allemands les plus importants et qui ont le plus de succès, de nouveaux offrants se présentent sur le marché suisse. Cela va encore accentuer la concurrence par rapport aux parts de marché et par rapport aux prix.

Afin de pouvoir maintenir, voire même augmenter, le volume des ventes, les vendeurs doivent devenir plus compétitifs au niveau du prix et augmenter les surfaces, ou procéder à des acquisitions. En présence d'une croissance limitée du marché, cela fait toutefois diminuer les chiffres d'affaires absolus et relatifs (p. ex. par mètre carré), ce qui réduit les marges de bénéfice.

## Gastronomie<sup>2</sup>

Au total, il existe environ 39'500 établissements de gastronomie en Suisse, composés de restaurants, hôtels, bars, cafés, ainsi que des cantines, homes, hôpitaux, clubs et stations d'essences. Ces établissements représentent un besoin en volume (volume d'achat) d'environ CHF 8.0 mia.

---

<sup>2</sup> cf. dm-plus Direktmarketing

Leur approvisionnement se fait par les canaux suivants: 24% commerce spécialisé, 22% Cash & Carry, 22% fournisseurs régionaux, 13% commerce de détail, 12 % producteurs et 7% fournisseurs nationaux.

Les trends et développements de marché suivants peuvent être constatés:

En ce qui concerne l'alimentation hors maison, une réduction par rapport à la valeur, accompagnée simultanément d'une augmentation par rapport à la fréquence peut être observée. Par ailleurs, un fort trend en direction des produits *convenience* existe, étant précisé que la part de ces derniers s'élève déjà à 62%. De par une perception accrue du consommateur par rapport au prix et à la prestation, la gastronomie aussi est exposée à une pression sur les prix. Il convient de partir de l'idée que des conditions de marché plus sévères résulteront, dans les années à venir, en un assainissement des structures.

Avec Prodega et Growa, le Groupe Bon appétit est actif dans le commerce de gros en libre service du secteur gastronomique (marché cash & carry) et, avec Howeg, dans le commerce de gros par livraison au niveau national. En tant que leaders du marché, Prodega et Growa réunissent environ 50% du marché Cash & Carry. Dans le secteur du commerce de gros par livraison, Howeg assume, en tant que numéro 2 en Suisse, une position dominante sur le marché.

### **3.4 Relations entre le Groupe REWE et le Groupe Bon appétit**

Depuis la reprise de Bon appétit par REWE, les relations suivantes existent entre les groupes REWE et Bon appétit:

#### Détention d'actions

REWE détient, selon l'annonce préalable du 16 août 2004, 99.02% des Actions Bon appétit émises.

### Membres du conseil d'administration

- Dr E. Dieter Berninghaus, président du conseil d'administration de Bon appétit - président de la direction générale ("Vorstandssprecher") de REWE Zentral AG ainsi que de REWE Zentralfinanz eG;
- Hans Schmitz, vice-président du conseil d'administration de Bon appétit - membre de la direction générale ("Mitglied des Vorstands") de REWE Zentral AG ainsi que de REWE Zentralfinanz eG;
- Alain Caparros - ancien CEO de Bon appétit, nouveau membre de la direction du Groupe REWE.

Les autres membres du conseil d'administration de Bon appétit sont les deux administrateurs élus déjà avant la reprise par REWE, Dr Beat Curti et Emil Flückiger.

### Management

- Jan Kunath, ancien membre du conseil d'administration de la société Eurobilla (société du Groupe REWE), à Vienne, est, depuis le 1er juillet 2004, nouveau CEO du Groupe Bon appétit;
- Christian Karnath, ancien membre de la direction générale de REWE Italia, est, depuis juillet 2004, COO pour le secteur Retail du Groupe Bon appétit.

Les autres membres du management du Groupe Bon Appétit sont les deux managers déjà en place avant la reprise par REWE, Gerhard Reichlin (chef des finances) et Roberto Fröhlich (responsable du département juridique et des ressources humaines).

### Collaboration opérationnelle

Différents accords usuels dans le marché existent, notamment dans les domaines achat, IT, finances et personnel.

## Financement

A l'avenir, les financements bancaires et par emprunts de Bon appétit seront remplacés par un financement au sein du Groupe REWE.

# **4 Analyse et évaluation**

## **4.1 Méthodes d'évaluation**

Pour juger de l'équité financière de la nouvelle offre publique d'acquisition de REWE, LODH a exécuté, outre l'analyse des résultats de l'offre d'acquisition précédente de REWE et l'analyse historique du cours de bourse de l'Action Bon appétit, les méthodes d'évaluation suivantes:

- méthode DCF
- valeur de marché sur la base d'entreprises cotées comparables

En général, LODH recourt également à la méthodes des valeurs de marché sur la base de transactions d'entreprises comparables. L'analyse effectuée à cette fin a toutefois démontré que les valeurs obtenues étaient hétérogènes et qu'il n'était par conséquent pas possible d'en tirer des résultats pertinents. Pour cette raison, il a été renoncé à l'établissement de valeurs de marché sur la base de transactions d'entreprises comparables.

## **4.2 Analyse du résultat de la première offre d'acquisition**

Le prix d'offre de CHF 60.80 par Action Bon appétit de la première offre publique d'acquisition présentait, par rapport au cours moyen de l'action entre le 23 avril et le 10 juin 2003, une prime de CHF 12.56, resp. 26%.

Avant l'exécution de la première offre publique d'acquisition, LODH avait été mandatée par le conseil d'administration de Bon appétit pour l'établissement d'une attestation quant à l'équité financière de l'offre d'acquisition du point de vue des actionnaires publics. Cette expertise arrivait à

la conclusion que le prix offert était juste et équitable d'un point de vue financier.

### **4.3 Analyse des cours et volumes**

L'Annexe 1 présente le développement du cours de bourse de l'Action Bon appétit depuis l'annonce de la première offre publique d'acquisition, le 13 juin 2003, jusqu'au 27 août 2004.

Depuis l'exécution, couronnée de succès, de la première offre publique d'acquisition, le prix des Actions Bon appétit en circulation s'est stabilisé autour du prix de l'offre de CHF 60.80 par action. Après déduction de la part de 10.85% détenue jusqu'à récemment par le Groupe Hofer, la part des actions se trouvant en mains du public correspond à 0.98% de toutes les Actions Bon appétit émises. Le free-float est donc extrêmement faible.

L'analyse comparative de l'Annexe 2 oppose les volumes hebdomadaires des Actions Bon appétit après l'exécution de la première offre publique d'acquisition du 3 octobre 2003 aux volumes pendant 3 ans avant l'annonce de la première offre publique d'acquisition, le 13 juin 2003. Cette analyse illustre clairement l'illiquidité des Actions Bon appétit se trouvant encore en mains du public.

Le fait que le prix de l'action s'est stabilisé à CHF 60.80 reflète l'attente du marché que REWE présente une deuxième offre publique d'acquisition pour la part de 0.98% des actions restantes, afin de solliciter ensuite, comme annoncé, le squeeze-out.

#### 4.4 Méthode du Discounted Cashflow

Les résultats de la méthode DCF se fondent d'une part sur les évaluations des futurs cashflows libres (avant flux de financement), d'autre part sur l'évaluation du coût total pondéré du capital (WACC), avec lequel les cashflows libres ont été escomptés.

L'évaluation des cashflows libres s'effectue à la lumière de la situation actuelle, en terme financier et de rendement, et aux attentes économiques et financières futures par rapport au Groupe Bon appétit. L'évaluation du coût total du capital tient compte des coûts attendus des capitaux étrangers et du rendement équitable attendu des capitaux propres selon le CAPM.

L'évaluation du coût total du capital pondéré ainsi obtenue s'élève à 7.6%. L'évaluation du coût des capitaux propres s'élève à 10.4%, alors que l'évaluation du coût des capitaux étrangers s'élève à 3.4% (après impôts).

Ces évaluations de coût du capital, resp. du rendement exigé par les investisseurs, sont comparables à ceux que les analystes financiers utilisent dans leurs rapports financiers concernant des entreprises comparables.

Les éléments du coût du capital calculé s'expliquent comme suit:

Taux d'intérêts sans risque	3.5%
Les taux d'intérêts sans risque correspondent au rendement actuel des obligations fédérales suisses avec une échéance de 30 ans	

Beta	1.09
<p>Le Beta se base sur un "unlevered Beta" moyen (médian) d'entreprises cotées comparables, adapté à la structure de capital visée à long terme par le Groupe Bon appétit. Le unlevered Beta se base sur des entreprises comparables mentionnées dans l'Annexe 3, et a été calculé pour la période des deux dernières années.</p>	

Prime de risque du marché	3.9%
<p>La prime de risque du marché estimée correspond à la différence entre le rendement du marché suisse des actions et le rendement sans risques des obligations fédérales pendant les dernières 80 années. L'analyse d'une banque tierce indépendante constitue la base des calculs<sup>3</sup>.</p>	

---

<sup>3</sup> cf. Pictet & Cie: Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2003), janvier 2004

Taux de prime de rendement pour l'illiquidité des actions	35%
<p>L'estimation du coût total du capital se fonde sur des paramètres d'instruments d'investissement liquides (actions, emprunts).</p> <p>La liquidité d'une action se définit comme le fait de pouvoir réaliser des actions, en tout temps, avec des frais de transaction et administratifs minimes et avec une probabilité élevée en ce qui concerne le produit net. Différentes études américaines de tiers qui ont examiné cet aspect arrivent à la conclusion que des actions illiquides présentent, par rapport à des actions liquides, une réduction de prix dans un ordre de grandeur de 23% à 63%.<sup>4</sup></p> <p>Cette réduction de prix, resp. de valeur, est basée, implicitement, sur une augmentation (supplément) du rendement exigé par les investisseurs de capitaux propres, afin de les dédommager pour l'illiquidité de telles actions. Ce supplément de rendement est additionné au coût des capitaux propres (et ainsi au rendement exigé des capitaux propres) avant prise en considération de l'illiquidité des actions.<sup>5</sup></p> <p>Les taux de supplément de 35% sur le coût des capitaux propres apparaît équitable dans le cas présent, au vu de la liquidité extrêmement faible des Actions Bon appétit et de la fourchette mentionnée ci-dessus.</p>	

---

<sup>4</sup> P. ex. Restricted Stock Studies, Pre-IPO Discount Studies, Acquisition Approach Studies. Cf. Pratt, S. P. Reilly, R. F. /Schweih, R.P.: Valuing small businesses & professional practices und Koeplin, J./Sarin, A./Shapiro, A.C.: The private company discount, in Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No. 4, hiver 2000

<sup>5</sup> Calcul: Taux des coûts des capitaux propres avant prime de rendement, multiplié par 1 + taux de prime de rendement

Coût des capitaux étrangers	4.5%
<p>Le coût estimé des capitaux étrangers (avant impôts) présente par rapport au rendement des obligations fédérales susmentionnées une prime de risque de 1%. La prime de risque a été estimée par une comparaison des rendements à l'échéance d'emprunts d'entreprises qui sont comparables avec Bon appétit (cf. Annexe 3) et les rendements correspondants d'emprunts d'Etat sans risques.</p>	

Taux d'imposition des bénéfices	24%
<p>Les taux d'imposition appliqué correspond au taux d'imposition des entreprises actives dans le canton de Zurich.</p>	

Rapport capitaux étrangers/ capitaux propres	40/60
<p>Le rapport de financement à long terme supposé entre les capitaux étrangers et les capitaux propres se base sur des valeurs de marché, et s'appuie sur la structure financière d'entreprises cotées comparables (cf. Annexe 3), tout en prenant en considération la future capacité d'endettement estimée de Bon appétit.</p>	

Aussi bien les cashflows libres annuels de la période de planification que la valeur finale sont escomptés au taux estimé du coût total du capital, afin d'obtenir une valeur actualisée. La valeur finale prend en considération le cashflow libre durable qui suit l'horizon de planification. Dans le cadre du calcul de la valeur finale (en une étape, selon le modèle Gordon-Growth), le cashflow libre durable est capitalisé avec le taux de coût

coût total du capital, en prenant en considération une croissance future de 0.5% p.a.

Par ailleurs, LODH a effectué des calculs de sensibilité de la valeur finale en fonction de variations des différents paramètres (p. ex. coût total du capital, croissance du cashflow libre, marges EBITDA).

L'appréciation de cette évaluation est abordée sous chiffre 5.

#### **4.5 Evaluation par le marché sur la base d'entreprises cotées comparables**

L'Annexe 4 présente les évaluations relatives (multiples) d'entreprises cotées comparables en Europe.

Le calcul de la valeur des capitaux propres se fonde sur les multiples de valeurs futurs de l'EBITDA et de l'EBIT pour des entreprises cotées comparables, qui ont été appliqués aux projections financières du Groupe Bon appétit. Les valeurs ainsi obtenues ont été diminuées d'un escompte de 35% afin d'obtenir une valeur pertinente pour les capitaux propres de Bon appétit<sup>6</sup>. Cet escompte prend en considération l'illiquidité de l'Action Bon appétit par rapport à la liquidité de marché des actions des entreprises comparables (cf. chiffre 4.4).

L'appréciation de cette évaluation est abordée sous chiffre 5.

---

<sup>6</sup> Cf. explications sous chiffre 4.4

## 5 Appréciation globale

La méthode DCF a figuré au premier plan des considérations d'évaluations. Afin de vérifier la plausibilité du résultat obtenu, la méthode des valeurs de marché sur la base d'entreprises cotées comparables a également été retenue.

La méthode des valeurs de marché, utilisée afin de vérifier la plausibilité des résultats obtenus, a confirmé les résultats de la méthode DCF.

Sur la base de toutes les analyses et considérations d'évaluation retenues, un spectre de valeur de CHF 51 à CHF 63 par Action Bon appétit peut être retenu. Sur cette base, Lombard Odier Darier Hentsch Corporate Finance (LODH) arrive donc à la conclusion que le prix offert dans le cadre de la nouvelle offre publique d'acquisition présentée par REWE aux actionnaires publics de Bon appétit de CHF 60.80 par action est financièrement juste et équitable.

Avec nos meilleures salutations,

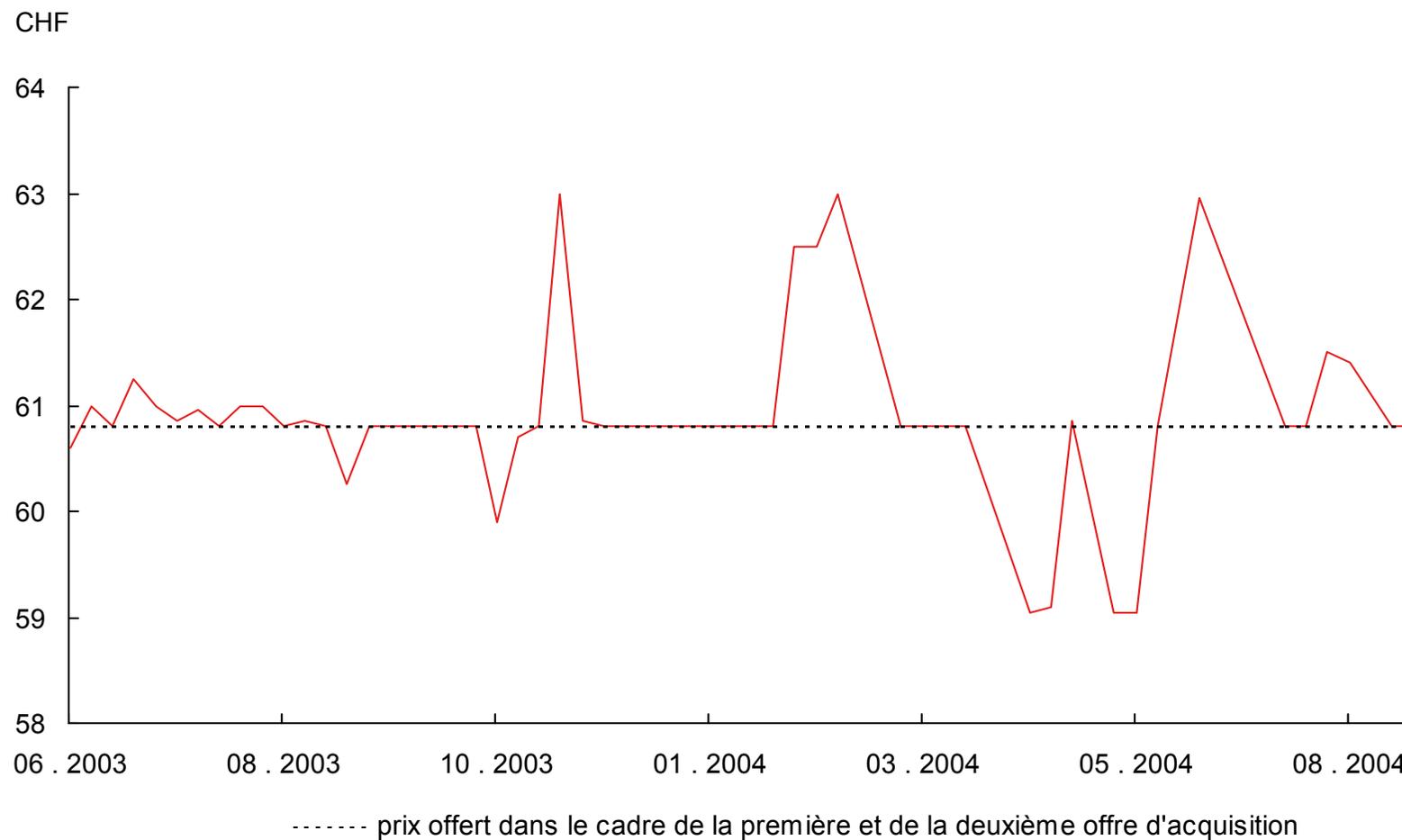
Lombard Odier Darier Hentsch & Cie  
Corporate Finance

Philippe Leuenberger

Robin Richiger

Annexes

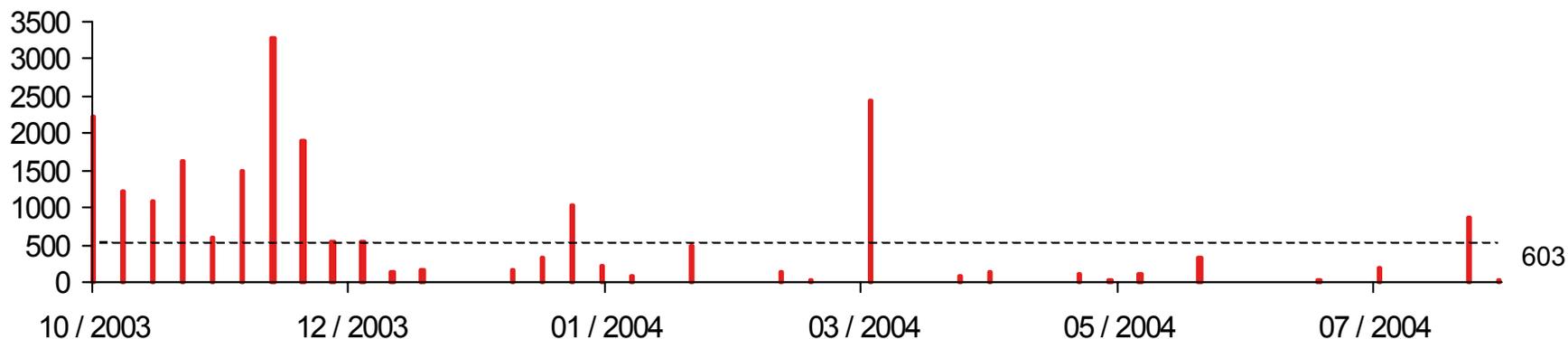
## Annexe 1: Evolution du cours de l'Action Bon appétit



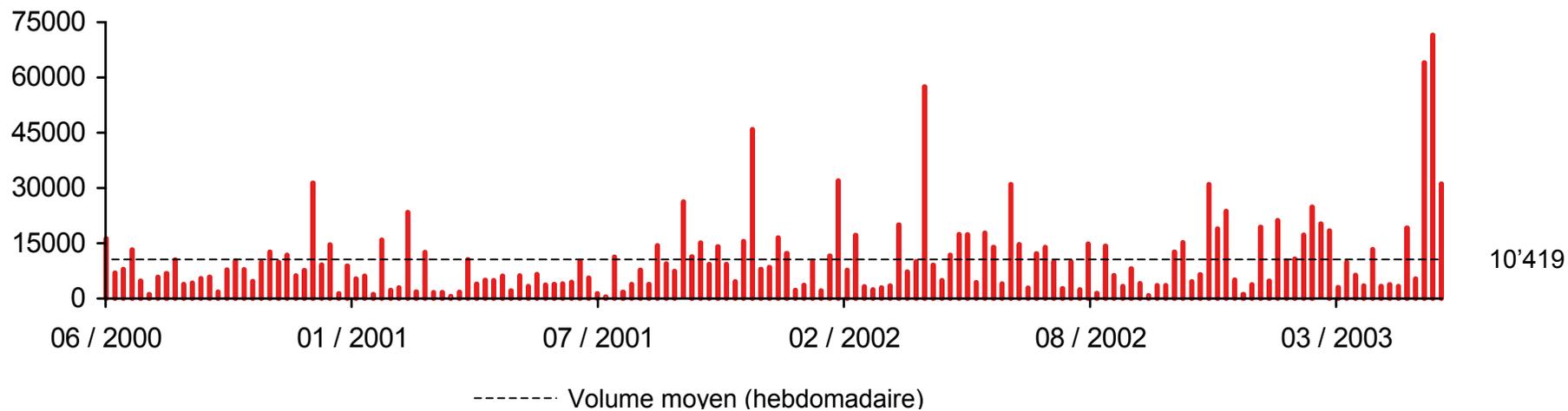
Source: Bloomberg

## Annexe 2: Analyse du volume de l'Action Bon appétit

Volume en actions



Volume en actions



Source: Bloomberg

## Annexe 3: Analyse du Beta et de la structure du capital d'entreprises cotées comparables

Company	Currency	Market Data				Beta Equity	Beta Business Risk <sup>3)</sup>
		Market cap. 01.09.04	Net debt <sup>1)</sup>	Capital structure <sup>2)</sup>	Marg. tax rate	Bloomberg 01.09.04	Bloomberg 01.09.04
Carrefour	EUR	29'810.4	11'416.2	38.3%	33.3%	1.00	0.80
Tesco	GBP	20'448.0	4'090.0	20.0%	31.0%	0.71	0.62
Koninklijke Ahold	EUR	8'011.0	9'959.4	124.3%	35.0%	1.31	0.72
Sainsbury	GBP	4'472.0	2'810.0	62.8%	31.0%	0.84	0.59
Metro	EUR	12'561.8	8'888.8	70.8%	40.0%	1.04	0.73
Casino Guichard Perrachon	EUR	7'700.6	5'006.7	65.0%	33.3%	0.88	0.61
Morrison	GBP	4'836.5	40.6	0.8%	31.0%	0.95	0.94
Delhaize	EUR	4'333.1	4'032.4	93.1%	39.0%	1.34	0.85
Valora	CHF	1'129.1	393.5	34.8%	30.0%	0.50	0.40
Mövenpick	CHF	284.4	-152.7	-53.7%	30.0%	0.37	0.59
Charles Vögele	CHF	371.4	352.7	95.0%	30.0%	1.67	1.00
Jelmoli	CHF	1'068.0	1'381.2	129.3%	30.0%	0.60	0.31
	<b>Average</b>	<b>8'541.7</b>	<b>4'258.0</b>	<b>50.1%</b>	<b>32.9%</b>	<b>0.96</b>	<b>0.72</b>
	<b>Median</b>	<b>4'836.5</b>	<b>4'032.4</b>	<b>62.8%</b>	<b>31.0%</b>	<b>0.95</b>	<b>0.72</b>

1) Interest bearing debt minus cash and cash equivalents

2) Capital structure: net debt / market cap.

3) Beta business risk = beta equity / [1+ capital structure x (1 - marginal tax rate)]

Source: Bloomberg

## Annexe 4: Analyse des multiples d'entreprises cotées comparables

Company	Cur.	Equity Value <sup>1)</sup> 01.09.04	EV <sup>2)</sup> 01.09.04	Enterprise Value											
				Sales Multiples				EBITDA Multiples				EBIT Multiples			
				2003A	2004E	2005E	2006E	2003A	2004E	2005E	2006E	2003A	2004E	2005E	2006E
Carrefour	EUR	29'810.4	37'702.3	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	7.5x	7.3x	6.9x	6.5x	12.9x	11.5x	10.6x	9.9x
Tesco	GBP	20'448.0	24'538.0	0.8x	0.7x	0.7x	0.6x	9.7x	8.7x	7.9x	7.1x	13.8x	12.1x	11.0x	9.9x
Koninklijke Ahold	EUR	8'011.0	15'167.0	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	5.8x	5.7x	5.2x	4.8x	15.5x	12.9x	10.1x	8.5x
Sainsbury	GBP	4'472.0	6'560.0	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	6.4x	7.0x	6.7x	6.2x	11.1x	13.5x	12.4x	11.4x
Metro	EUR	12'561.8	18'770.8	0.4x	0.3x	0.3x	0.3x	7.2x	6.2x	5.8x	5.4x	14.4x	10.0x	9.1x	8.4x
Casino Guichard Perrachon	EUR	7'700.6	11'558.2	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x	7.3x	6.9x	6.3x	5.9x	11.3x	10.0x	9.1x	8.4x
Morrison	GBP	4'836.5	4'629.9	0.9x	0.4x	0.3x	0.3x	10.6x	5.9x	4.9x	4.0x	14.7x	9.5x	7.4x	5.9x
Delhaize	EUR	4'333.1	7'424.5	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	5.2x	5.3x	5.0x	4.8x	9.2x	8.6x	8.1x	7.8x
Compass Group	GBP	6'781.9	9'089.9	0.8x	0.8x	0.7x	0.7x	12.4x	8.5x	7.9x	7.2x	18.6x	15.4x	13.7x	12.9x
Sodexho Alliance	EUR	3'492.9	4'957.9	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	7.5x	7.1x	6.6x	6.1x	11.0x	10.2x	9.3x	8.6x
<b>Average</b>				<b>0.5x</b>	<b>0.5x</b>	<b>0.4x</b>	<b>0.4x</b>	<b>8.0x</b>	<b>6.9x</b>	<b>6.3x</b>	<b>5.8x</b>	<b>13.2x</b>	<b>11.4x</b>	<b>10.1x</b>	<b>9.2x</b>
<b>Median</b>				<b>0.5x</b>	<b>0.4x</b>	<b>0.4x</b>	<b>0.4x</b>	<b>7.4x</b>	<b>6.9x</b>	<b>6.4x</b>	<b>6.0x</b>	<b>13.3x</b>	<b>10.8x</b>	<b>9.7x</b>	<b>8.6x</b>

**Abbreviations**

Cur.	Currency	1) Reporting currency
EV	Enterprise value	2) Reporting currency; net debt = interest bearing liabilities minus cash
n.a.	Not applicable	
n.m.	Not meaningful	

Source: Bloomberg, consensus des estimations IBES

## Annexe 4: Analyse des multiples d'entreprises cotées comparables (suite)

Company	Cur.	Equity Value <sup>1)</sup> 01.09.04	Equity Value (Price) Earnings Multiples			
			2003A	2004E	2005E	2006E
Carrefour	EUR	29'810.4	17.1x	15.8x	14.3x	12.8x
Tesco	GBP	20'448.0	18.6x	15.7x	14.0x	12.3x
Koninklijke Ahold	EUR	8'011.0	n.m.	18.3x	11.6x	8.6x
Sainsbury	GBP	4'472.0	16.4x	12.6x	14.5x	13.2x
Metro	EUR	12'561.8	22.0x	14.8x	13.1x	11.9x
Casino Guichard Perrachon	EUR	7'700.6	13.7x	13.4x	11.8x	10.6x
Morrison	GBP	4'836.5	24.5x	16.9x	12.3x	9.4x
Delhaize	EUR	4'333.1	24.8x	14.8x	11.5x	10.6x
Compass Group	GBP	6'781.9	34.1x	31.3x	25.0x	16.2x
Sodexo Alliance	EUR	3'492.9	20.4x	18.5x	15.7x	13.7x
<b>Average</b>			<b>21.3x</b>	<b>17.2x</b>	<b>14.4x</b>	<b>11.9x</b>
<b>Median</b>			<b>20.4x</b>	<b>15.8x</b>	<b>13.5x</b>	<b>12.1x</b>

**Abbreviations**

Cur. Currency  
n.a. Not applicable  
n.m. Not meaningful

1) Reporting currency

Source: Bloomberg, consensus des estimations IBES