

Expertise

pour juger de l'**équité financière du rapport d'échange** lors du
regroupement prévu de **Hiestand Holding AG** et de **IAWS Group
plc**



SARASIN

Banque Sarasin & Cie SA
Corporate Finance
Löwenstrasse 11
8022 Zurich

Zurich, le 9 juin 2008

Table des matières

1. Introduction	3
1.1. Situation initiale.....	3
1.2. Mandat du Conseil d'administration de Hiestand Holding AG à la Banque Sarasin & Cie SA	5
2. Bases d'appréciation	6
3. Hiestand en un coup d'œil	7
3.1. Le Groupe Hiestand.....	7
3.2. Segments et survol du marché.....	8
4. IAWS en un coup d'œil.....	10
4.1. Le Groupe IAWS.....	10
5. Evaluation	16
5.1. Périmètre d'évaluation	16
5.2. Planification utilisée	17
5.3. Méthodes d'analyse utilisées	20
5.4. Méthode Discounted Cash Flow	20
5.5. Valorisation sur la base de sociétés cotées similaires (Compco).....	24
5.6. Capitalisation boursière.....	27
5.7. Résumé des résultats d'évaluation.....	30
6. Résultat de l'expertise	31
7. Appendices	32
Appendice 1 : Multiples de sociétés cotées comparables.....	32
Appendice 2 : Bêtas de sociétés cotées comparables.....	34
Appendice 3 : Liste des abréviations / Glossaire	36



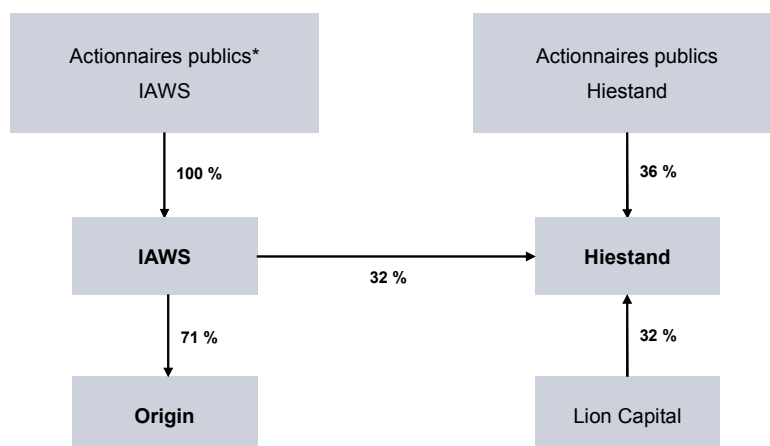
1. Introduction

1.1. Situation initiale

Hiestand Holding AG, Zurich (« Hiestand »), est une société cotée à la SWX Swiss Exchange ayant une capitalisation boursière au 30 mai 2008 d'environ CHF 945 Mio. Hiestand est active dans l'industrie boulangère et s'est spécialisée dans la production et la vente d'articles de boulangerie surgelés. La société distribue ses produits en particulier dans les convenience stores (p.ex. stations-service), boulangeries, magasins d'alimentation et le secteur horeca (hôtels, restaurants, bars à café, take away).

IAWS Group plc, Dublin, (« IAWS ») est coté aux Bourses de Dublin et Londres. À l'instar d'Hiestand, l'entreprise est active dans le secteur de la boulangerie et des aliments prêts-à-servir et distribue ses marchandises au Canada, aux États-Unis, en Irlande, en Grande-Bretagne et en France. IAWS détient en outre 71.4% des parts d'Origin Enterprises plc (« Origin »). Origin est cotée aux Bourses de Dublin et Londres et est active dans les secteurs de l'Agri-Nutrition et de l'Ambient Food.

Les liens de participation actuels d'IAWS et d'Hiestand se présentent comme suit :



* Selon Bloomberg, le principal actionnaire unique d'IAWS est Fidelity Management & Research avec une part de 12.4%. Les clients de la Bank of Ireland disposent d'environ 24.3%.

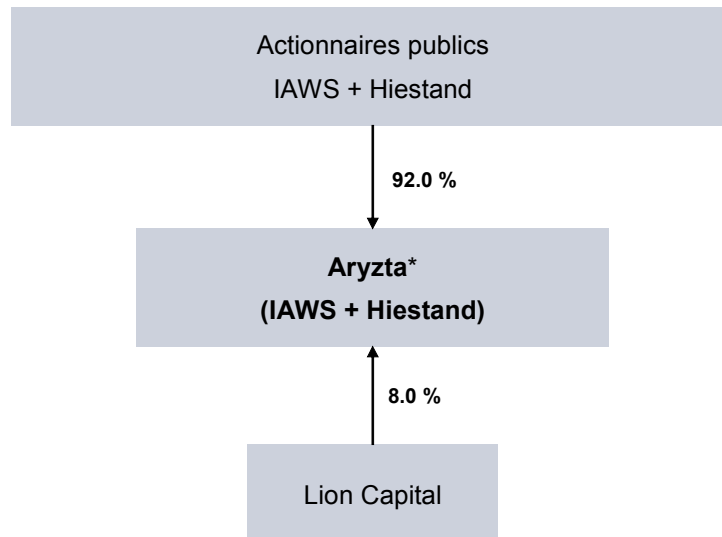
Le 8 juin 2008, Hiestand et IAWS ont conclu une convention de transaction qui prévoit le regroupement des activités industrielles des sociétés grâce à la création d'une nouvelle société nommée Aryzta AG (« Aryzta »).

La transaction prévue consiste pour l'essentiel en les trois composantes suivantes :

1. Lion Capital (Guernsey) II Limited (« Lion ») convertit ses actions Hiestand en actions IAWS. IAWS augmente ainsi sa participation dans Hiestand à environ 64%. Pour ses actions Hiestand, Lion reçoit 12.7 Mio d'actions IAWS plus une composante en liquide de EUR 30 Mio.
2. Les actionnaires d'IAWS échangent leurs actions IAWS contre des actions Aryzta. Le rapport d'échange convenu est de 0.5 action Aryzta pour 1 action IAWS (0.5:1).
3. Les actionnaires d'Hiestand adoptent la fusion avec Aryzta et reçoivent de nouvelles actions Aryzta. Le rapport d'échange convenu est de 36 actions Aryzta pour 1 action Hiestand (36:1).

Suite aux rapports d'échanges mentionnés sous les points 2 et 3 entre Aryzta et IAWS (0.5:1) et entre Aryzta et Hiestand (36:1), il résulte un rapport d'échange direct entre Hiestand et IAWS de 72:1. Dans cette évaluation, les exposés se réfèrent au rapport d'échange direct entre Hiestand et IAWS (à savoir 72:1).

Il est prévu que les liens de participation se présenteront comme suit une fois la transaction terminée :



La part des actionnaires publics actuels d'Hiestand se montera à 8.7% après la transaction. Selon les prévisions, Lion détiendra 8.0% des actions d'Aryzta.

1.2. Mandat du Conseil d'administration de Hiestand Holding AG à la Banque Sarasin & Cie SA

Le 16 mai 2008, le Conseil d'administration d'Hiestand a mandaté la Banque Sarasin & Cie SA, Zurich (« Sarasin ») pour établir une expertise pour juger de l'équité financière du rapport d'échange proposé dans le cadre de la fusion d'Hiestand et d'IAWS. L'expertise est destinée exclusivement au Conseil d'administration d'Hiestand et ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics d'Hiestand d'accepter ou de refuser la fusion avec Aryzta.

L'expertise de Sarasin ne s'adresse en outre ni à Aryzta, IAWS ou à leurs actionnaires et ne sert pas à estimer la transaction du point de vue d'Aryzta, d'IAWS ou de leurs actionnaires.

Sarasin ne reçoit aucune indemnité qui est dépendante de l'énoncé de cette expertise ou du résultat de la transaction ou encore du prix payé. Sarasin est ainsi indépendante dans son jugement.

L'expertise de Sarasin se base sur des informations dont Sarasin a supposé l'exactitude et l'intégralité et auxquelles Sarasin s'est fiée, sans les faire confirmer ou contrôler par un tiers. Sarasin a admis que les indications, informations et données mises à sa disposition ont été établies correctement. Comme mentionné au Chapitre 5.2 sous plausibilité et consistance des plans financiers, les plus importants facteurs influençant la valeur de l'entreprise (« Value Driver ») ont été contrôlés par Sarasin quant à leur plausibilité et leur consistance.

Sans l'accord de Sarasin, l'expertise ne peut être utilisée pour aucun autre but que sa publication en relation avec la fusion proposée entre Aryzta et Hiestand.



2. Bases d'appréciation

Sarasin a utilisé les données suivantes pour son appréciation :

- Projet de convention de transaction (Business Combination Agreement) du 4 juin 2008 entre IAWS, Lion et Hiestand
- Requête du conseiller juridique d'IAWS à la COPA du 18 mai 2008
- Informations accessibles au public sur Hiestand, IAWS et Origin, qui sont à notre avis pertinentes pour l'estimation ou l'appréciation de l'équité du rapport d'échange. En font notamment partie les rapports de gestion révisés (2004 - 2007) ainsi que les rapports semestriels au 31 janvier 2008 d'IAWS et d'Origin (non révisés)
- Prospectus de cotation d'Origin de juin 2007
- Businessplans d'Hiestand, IAWS et Origin 2008 – 2010 y compris prévision 2008
- Entretiens avec les CFO d'Hiestand et d'IAWS, notamment concernant la situation financière et bénéficiaire, les perspectives d'affaires, les moteurs de valeur et les hypothèses du Businessplan, l'environnement du marché et de la concurrence (y compris procès-verbal d'entretien)
- Examen des procès-verbaux du Conseil d'administration d'IAWS depuis le 1^{er} septembre 2007
- Données du marché des capitaux et financières de sociétés cotées choisies (Peer-Group)
- Analyses actuelles et historiques des marchés financiers pour établir des paramètres pertinents pour l'évaluation
- Projet de la Disclosure Letter (lettre de divulgation) d'IAWS
- Procès-verbaux des interviews avec les présidents du Conseil d'administration d'Hiestand et d'IAWS
- Procès-verbaux des interviews des CEO d'Hiestand et d'IAWS

L'estimation de Sarasin se base sur les conditions économiques actuelles du marché, de l'entreprise et des finances et tient compte de la situation sur le marché des capitaux ainsi que d'autres faits qui existent au moment de l'estimation ou peuvent être attendus et évalués.

Sarasin n'a pas visité les unités de production et les installations d'Hiestand, d'IAWS ou d'Origin. Sarasin n'a pas procédé ou fait procéder à l'estimation ou à l'évaluation des actifs et passifs de l'une des sociétés.

Lors de l'établissement de l'expertise, Sarasin a admis la justesse et l'intégralité des informations financières et autres concernant Hiestand, IAWS ou Origin et s'y est fiée sans prendre la responsabilité pour un contrôle indépendant de telles informations.

En outre, Sarasin s'est appuyée sur les assurances du management d'Hiestand, IAWS et Origin que celles-ci ne sont pas conscientes de faits ou de circonstances selon lesquelles les informations utilisées seraient fausses, erronées ou incomplètes.

3. Hiestand en un coup d'œil

3.1. Le Groupe Hiestand

Structure du Groupe

Le Groupe Hiestand est une entreprise de services active sur le plan international dans le secteur des articles de boulangerie surgelés prêts-à-servir avec des filiales nationales en Suisse, en Allemagne, en Autriche, en Pologne, en Malaisie, au Japon et en Turquie. Un total de 3197 collaborateurs était au service d'Hiestand au 31 décembre 2007. Les articles de boulangerie innovateurs (croissants, pain, petits pains, feuilletés, en-cas, produits de boulangerie salés), la large gamme ainsi que l'étendue des services de promotion active des ventes pour les clients B2B constituent le métier de base du Groupe Hiestand. Un vaste réseau de logistique et de distribution garantit que les produits peuvent être livrés et vendus aux clients à temps et dans un état de fraîcheur optimal.

En 2007, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de CHF 742.1 Mio (CHF 517.7 Mio en 2006), un EBIT de CHF 67.3 Mio (CHF 52.3 Mio en 2006) et un bénéfice net de CHF 48.3 Mio (CHF 36.8 Mio en 2006).

Font partie d'Hiestand Holding AG les entreprises essentiellement mentionnées sur le tableau ci-après.

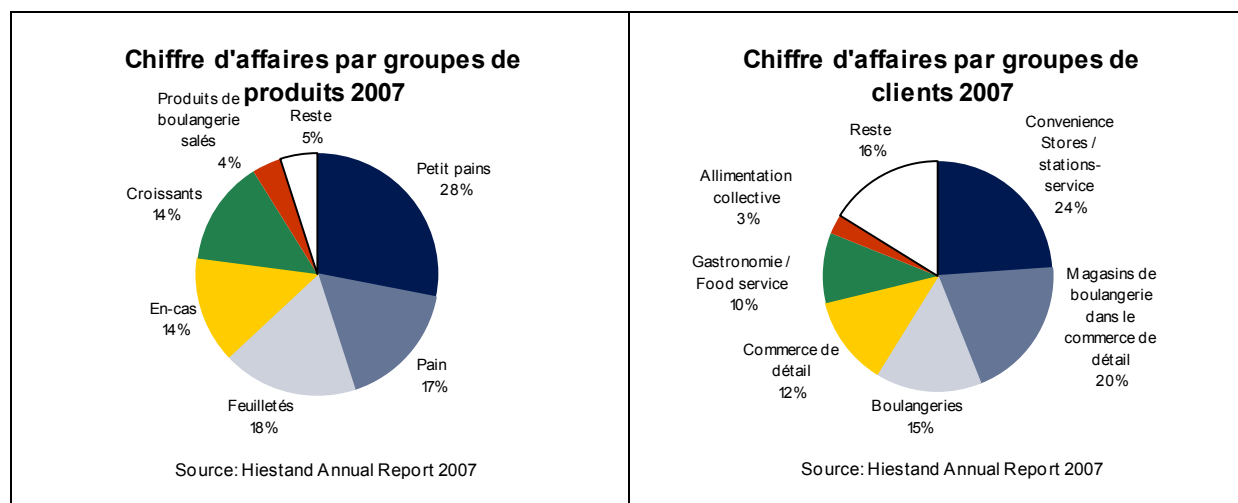
Société	But	Participation
Hiestand Holding AG, Lupfig (CH)	Holding	
Hiestand International AG, Schlieren (CH)	Autre	100.0%
Hiestand Schweiz AG, Schlieren (CH)	Production/Distribution	100.0%
TK-Center Birrfeld AG, Lupfig (CHF)	Distribution	100.0%
HiCoPain AG, Dagmersellen (CH)	Production	60.0%
Hiestand Beteiligungsholding GmbH, Gerolzhofen (DE)	Autre	100.0%
Hiestand Deutschland GmbH, Gerolzhofen (DE)	Production/Distribution	100.0%
Hiestand & Suhr Handels- und Logistik GmbH, Vogtsburg-Acjkarren (DE)	Distribution	100.0%
Fricopan Back GmbH, Berlin (DE)	Production/Distribution	100.0%
Fricopan Back GmbH, Immekath, Immekath (DE)	Production/Distribution	100.0%
Hiestand Japan Co. Ltd, Tokio (JP)	Distribution	100.0%
Hiestand Austria GmbH, Wiener Neudorf (AT)	Production/Distribution	100.0%
Hiestaand Polska SP. Z.O.O., Grodzisk Mazowiecki (PL)	Production/Distribution	100.0%
Hiestand Malaysia Sdn Bhd, Bandur Baru Bangi (MY)	Production/Distribution	100.0%
La Nouvelle Boulangerie Backwaren und -technik Vetriebs GmbH, Berlin (DE)	Distribution	25.0%
Hiestand Istanbul Dondurulumus Gida Tic. Ltd Sti., Istanbul (TR)	Distribution	100.0%
Hiesand Services AG, Lupfig (CH)	Autre	100.0%

Source : Rapport annuel Hiestand 2007, Hiestand

Ventilation du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires généré par Hiestand en 2007 provient à 45% du pain et des petits pains, à 50% des feuilletés, en-cas, croissants et produits de boulangerie salés. Les 5% restant (« Reste ») se composent principalement de divers produits et marchandises qui ne font pas partie de son métier de base. Les principaux clients du groupe sont les convenience stores et les stations-service, avec une part d'environ 24% du chiffre d'affaires, et les boulangeries du commerce de détail avec une part de 20%.

Les sept pays disposant de sites propres sont fournis directement par les entreprises de distribution locales d'Hiestand. En outre, Hiestand sert des clients sélectionnés dans 42 autres marchés d'exportation.



3.2. Segments et survol du marché

Survol du marché

Malgré de premiers phénomènes de consolidation, les marchés internationaux du secteur des articles de boulangerie surgelés sont encore très fragmentés. Un grand potentiel de croissance existe dans tous les marchés d'Europe par le biais de la mise en valeur de nouvelles régions de vente ou par la consolidation active des marchés existants. Pour affronter la concurrence avec succès, un modèle d'affaires qui puisse activer tant la croissance en termes d'acquisitions que la croissance organique est nécessaire.

Le changement de comportement des consommateurs par la demande de produits innovateurs frais ouvre de nouveaux potentiels pour les concurrents qui disposent de structures de production et de vente modernes. Une logistique et une organisation impeccables sont nécessaires pour fournir aux clients des produits frais de haute qualité dans les délais. Les principaux marchés de vente sont l'Amérique du Nord et l'Europe de l'Ouest qui génèrent ensemble environ 63% des ventes globales d'articles de boulangerie.

L'Allemagne (24%), l'Italie (19%), la France (15%) et l'Espagne (10%) contribuent pour la majeure part au marché européen des articles de boulangerie qui produit environ 38.7 millions de tonnes de produits par an. La Norvège (12%), la Suisse (9%), l'Autriche (8%) et les Pays-Bas (7%) sont en revanche à la pointe pour ce qui est de la croissance. Selon une étude de Gira¹, le marché des articles de boulangerie prêts-à-servir dans la zone UE devrait connaître une croissance moyenne de 5.7% entre 2006 et 2011.

D'un point de vue global, le marché asiatique, et en particulier le marché japonais, se distingue par la croissance mondiale la plus élevée. Un autre marché présentant un grand potentiel de croissance est l'Australie. Les Australiens qui ont souvent des racines européennes connaissent bien les pâtisseries et affichent une consommation de pâtisseries par tête qui correspond aux proportions européennes.

¹ www.girafood.com



Pour l'essentiel, trois tendances durables se dégagent du côté des consommateurs :

- Tendance à une utilisation accrue de produits prêts-à-servir : les raisons seraient notamment à rechercher dans la taille plus petite des ménages, le temps de travail plus élevé et la part plus importante de femmes dans la vie active.
- Plaisir : Les produits doivent faire plaisir, avoir bon goût et en même temps divertir le consommateur. Le plaisir peut être généré par les innovations, par des produits divertissants ou par des produits délicieux ou premium.
- Santé : Des facteurs tels que la santé, le naturel et la fraîcheur des produits influencent toujours plus fortement la décision d'achat des consommateurs.

L'augmentation des prix des matières premières constitue actuellement un défi pour tous les concurrents. Ces coûts ne peuvent être répercutés sur les consommateurs finaux qu'avec du retard et peuvent par conséquent réduire les marges.

Portefeuille de produits et offre de services

Le portefeuille de produits d'Hiestand comprend des croissants, du pain, des petits pains, des feuilletés, des en-cas et des produits de boulangerie salés. Le groupe de produits qui a connu la croissance la plus forte était celui des petits pains et des en-cas, et ce notamment grâce à la première consolidation de 12 mois de Fricopan en Allemagne. Le groupe de produits des croissants présente lui aussi une forte croissance due pour l'essentiel au lancement de nouvelles créations qui ont généré du chiffre d'affaires.

Avec la « Bake Off Academy », Hiestand offre à ses clients la possibilité de suivre des formations sur le maniement des appareils servant à réchauffer les produits qui sont installés par Hiestand sur les sites de vente. Ce service d'Hiestand contribue de façon déterminante au niveau élevé de qualité et de fraîcheur des produits réchauffés dans les points de vente et permet de transmettre les connaissances aux vendeurs.

Part de marché Hiestand

En tenant compte de la grande fragmentation du secteur des articles de boulangerie surgelés mentionnée ci-dessus, la part de marché d'Hiestand est élevée en Suisse, son marché d'origine. Hiestand a également pu prendre pied sur le marché allemand pourtant caractérisé par une concurrence des prix rude pour les proportions européennes. Après l'acquisition du groupe Fricopan, le marché allemand est devenu le principal marché d'Hiestand du point de vue du chiffre d'affaires. Les groupes de clients traditionnels des convenience stores et des stations-service ainsi que de l'horeca (hôtels, restaurants, bars à café, take away) ont contribué pour l'essentiel à la croissance organique du groupe Hiestand.

Objectif stratégique

Le modèle d'entreprise d'Hiestand repose sur un contrôle de l'ensemble de la chaîne de création de valeur, de l'approvisionnement en matières premières et la fabrication des articles de boulangerie à la distribution aux clients (boulangeries, convenience stores, etc.). Environ 80% des articles de boulangerie vendus sont produits en interne. Hiestand fournit les articles de boulangerie surgelés uniquement aux clients qui sont en mesure de les préparer pour les vendre. Cela doit permettre de garantir la qualité élevée des produits.

L'intégration de l'ensemble de la chaîne de création de valeur offre divers avantages. D'une part, les capacités de production sont plus faciles à gérer, d'autre part, les coûts d'un changement de prestataire (switching costs) sont très élevés, car les concurrents ne

couvrent généralement pas en même temps la production et la distribution. Par le passé, des augmentations de prix des matières premières ont pu être répercutées sur les clients à quelques détails près en raison de leur fidélité relativement élevée. Par ailleurs, l'intégration de la chaîne de création de valeur permet d'adapter assez facilement la gamme aux désirs changeants des clients.

La rétention des clients doit en outre être favorisée par l'offre d'une gamme globale de produits de boulangerie surgelés. Ainsi, le client ne doit pas se rabattre sur plusieurs prestataires pour les différents produits qu'il désire, mais il peut se procurer tous les articles de boulangerie en exclusivité chez Hiestand.

D'un point de vue géographique, les deux marchés de Suisse et d'Allemagne sont de prime importance, d'autant plus qu'ils génèrent une part considérable du chiffre d'affaires total et des bénéfices de l'entreprise. La pénétration d'autres marchés européens est en cours. Bien que la croissance organique occupe le devant de la scène, des acquisitions au cours du processus de consolidation qui progresse sont également concevables dans le marché européen des articles de boulangerie.

Grâce à l'entrée réussie dans la région asiatique (site en Malaisie et au Japon), d'énormes perspectives de croissance se profilent, car ces marchés sont encore relativement peu exploités. À la différence de la région européenne, dans laquelle Hiestand use relativement peu de sa stratégie de marque, la possibilité existe en Asie, grâce au concept shop-in-shop, d'établir Hiestand en tant que marque auprès du consommateur final.

4. IAWS en un coup d'œil

4.1. Le Groupe IAWS

Structure du Groupe

IAWS est représenté à l'échelle internationale dans le segment de marché Lifestyle Food (« IAWS Food ») avec des sites aux États-Unis, au Canada (en tant que joint venture avec Tim Hortons), en Irlande, en Grande-Bretagne et en France. La division IAWS Food² produit et distribue des produits de boulangerie et des aliments prêts-à-servir de haute qualité. Un joint venture avec Tim Hortons existe au Canada ainsi que des interdépendances au niveau de la livraison avec Hiestand en Suisse, Allemagne, Pologne, Turquie, Asie/Australie. IAWS détient en outre environ 32% des parts du capital d'Hiestand. Par ailleurs, IAWS possède avec 71.4% une part majoritaire d'Origin, qui est active dans les secteurs de l'Agri-Nutrition et de l'Ambient Food en Irlande et en Grande-Bretagne. Origin est entièrement consolidée dans les rapports de gestion d'IAWS. Mondialement, un total de 4538 collaborateurs était au service d'IAWS Food au 31 juillet 2007.

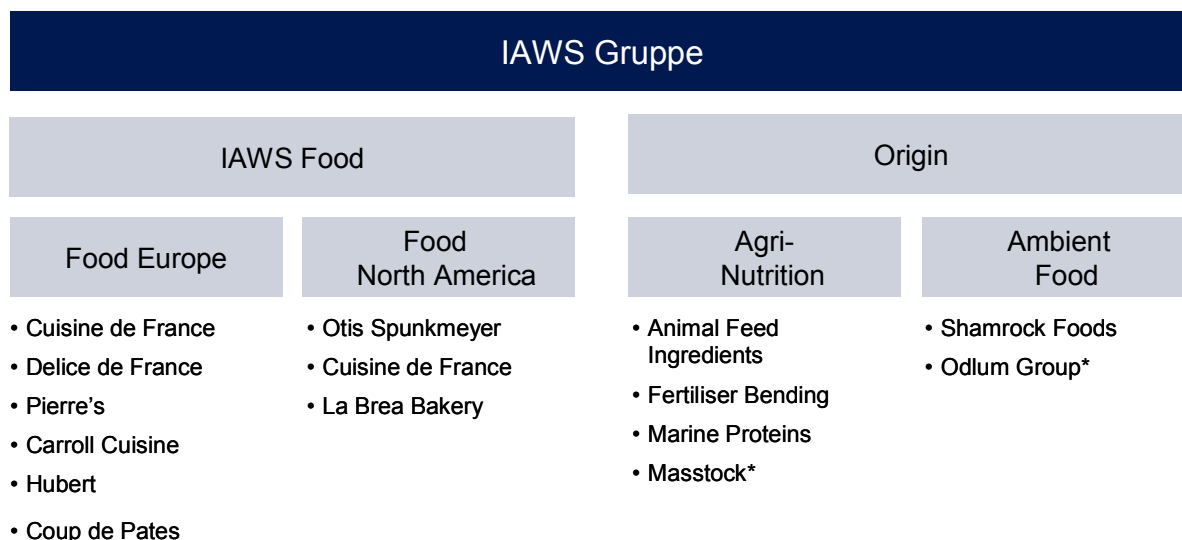
Au cours de l'exercice 2007 (clôture au 31 juillet 2007), le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de EUR 1908 Mio (EUR 1557 Mio en 2006), un EBIT de EUR 153.3 Mio (EUR 106.1 Mio en 2006) et un bénéfice net de EUR 123.5 Mio (EUR 99.1 Mio en 2006).

² Comprend les divisions Food Europe et Food North America

4.2. Segments et survol du marché

Segments, sites et distribution

Le secteur opérationnel d'IAWS est structuré comme suit :



* Acquisitions pendant l'exercice 2007

IAWS Food

Food Europe

Food Europe emploie 2170 collaborateurs et distribue directement ses produits en Irlande, Grande-Bretagne et France. Les marchés de Suisse, d'Allemagne, de Pologne, de Turquie et d'Asie/Australie sont desservis via la coopération avec Hiestand. Les marques des produits de Food Europe englobent Cuisine de France, Delice de France, Pierre's, Carroll Cuisine, Hubert et Coup de Pates. La production des marchandises est assurée par 3 unités de production et la distribution organisée via 23 sites de répartition. Le réseau de distribution exploite plus de 300 routes DSD (direct store deliveries = livraisons directes au magasin), qui approvisionnent plus de 50 000 clients.

Food North America

Food North America emploie 2368 collaborateurs et exploite son propre réseau de distribution aux Etats-Unis, le marché canadien étant desservi au moyen de la coopération avec Tim Hortons. Les produits sont offerts sous les marques Otis Spunkmeyer, Cuisine de France et La Brea Bakery. Aux États-Unis, sept unités de production sont exploitées pour approvisionner le marché nord-américain en produits. Le réseau de distribution se compose de 53 sites de répartition et exploite plus de 300 routes DSD qui desservent plus de 70 000 clients.



Origin

Agri-Nutrition

La division Agri-Nutrition regroupe trois activités principales, additifs pour aliments pour animaux (« Animal Feed Ingredients »), mélange d'engrais (« Fertiliser Blending ») et fabrication ainsi que distribution de farine et d'huile de poisson (« Marine Proteins ») utilisées en pisciculture.

L'acquisition du groupe Masstock (« Masstock ») en février 2008 a permis à Origin d'intégrer dans la structure du groupe une entreprise de conseil agricole stable avec des sites en Grande-Bretagne et en Pologne. Les prestations de conseil englobent entre autres le choix des variétés, la protection des plantes, le choix des engrais et les techniques d'administration.

Ambient Food

La deuxième division, Ambient Food, se compose des segments Shamrock Foods et Odlums. Shamrock Foods est principalement présent dans le secteur irlandais des denrées alimentaires avec ce qu'on appelle les produits Ambient Food et des services de marketing. Sous les marques bien établies Shamrock et Roma, Shamrock Foods distribue des produits à enfourner et des ingrédients pour la cuisine italienne tels que des pâtes, des sauces, du riz et de l'huile d'olive. De plus, Shamrock Foods propose des services de distribution à des fabricants d'aliments étrangers au groupe. Odlums, le second segment au sein de la division Ambient Food, exploite trois meuneries qui produisent de la farine et une pour l'avoine en Irlande. Odlums est une marque de farine connue en Irlande et exporte également des flocons d'avoine sous le nom McCann's en Grande-Bretagne et en Amérique du Nord.

Au total, Origine exploite 25 sites en Grande-Bretagne et en Irlande. En plus, Origin possède des immeubles de développement de plus grande taille sur les sites de Cork, Newhall près de Naas et Kilcock.

Development Properties

Origin dispose d'immeubles de développement dont la valeur totale a été estimée à EUR 165 Mio par l'entreprise de conseil immobilier Savills Hamilton Osborne King et portée à l'actif d'Origin à hauteur de ce montant au cours de l'exercice 2007. La propriété qui a le plus de valeur se situe dans les Docklands de Cork à proximité du centre de la ville et a une superficie de 32 acres³. En raison de sa situation, ce complexe dispose non seulement de la possibilité d'étendre le centre de la ville de Cork, mais revêt aussi un rôle de « passerelle » entre les installations portuaires et le centre de la ville. À côté de cela, Origin possède des immeubles de développement à Newhall près de Naas (55 acres) et Kilcock (11 acres).

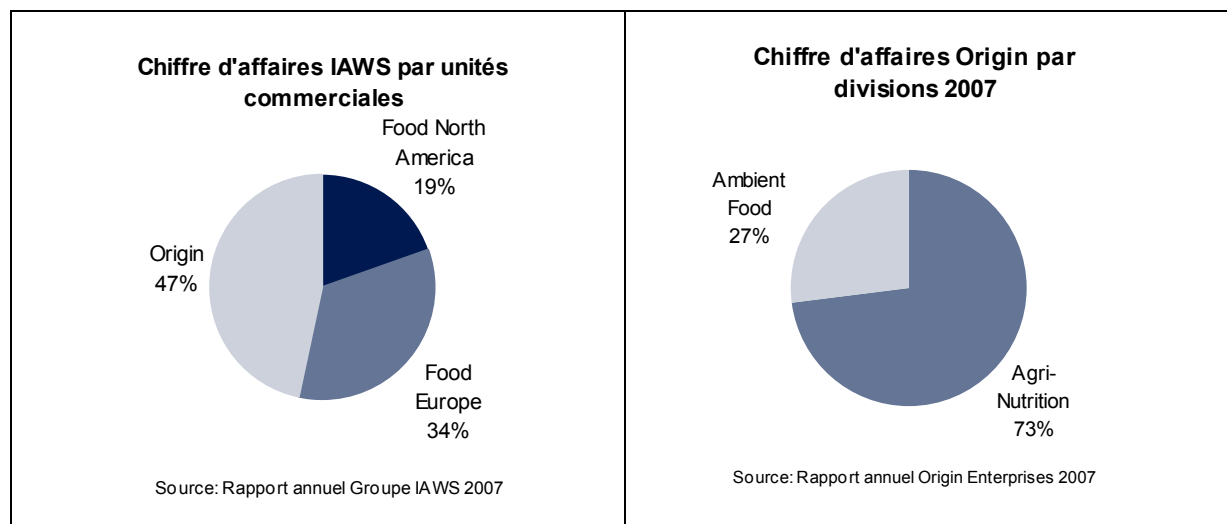
Ventilation du chiffre d'affaires

Au cours de l'exercice 2007, le Groupe IAWS a enregistré un chiffre d'affaires de EUR 649.1 Mio (EUR 601.4 Mio en 2006) avec Food Europe et EUR 369.1⁴ Mio (EUR 139.1 Mio en 2006) avec Food North America. En plus, Origin a contribué pour EUR 889.4 Mio (EUR 816.9 Mio en 2006) au chiffre d'affaires du groupe pendant l'exercice 2007.

³ 1 acre correspond à une superficie d'environ 0.4 hectare

⁴ Forte croissance du chiffre d'affaires grâce à l'acquisition de Otis Spunkmeyer en octobre 2006





Survol du marché

IAWS Food

Les caractéristiques fondamentales du marché des articles de boulangerie en général et du marché européen en particulier ont déjà été décrites au chapitre relatif à Hiestand.

Avec Otis Spunkmeyer, IAWS Food est actif aux États-Unis sur le marché de la pâte à gâteaux surgelée (« frozen cookie dough ») et détient, selon les études de marché internes d'IAWS, une part de marché de 35% à 40%. Ce marché présente une croissance modérée d'env. 6% par an. La seconde activité principale d'IAWS Food aux États-Unis est LaBrea, qui produit et distribue ce qui est appelé « Artisan Bread ». Le marché qui la concerne croît d'env. 10% par an et est estimé à quelque USD 660 Mio en 2007.

Origin

Agri-Nutrition

Origin opère sur des marchés dont les volumes croissent lentement ou stagnent carrément. Par conséquent, les possibilités d'atteindre une croissance opérationnelle élevée sont restreintes. Le changement d'environnement relatif aux matières premières laisse cependant présager quelques chances d'atteindre dans le futur des taux de croissance plus élevés.

En ce qui concerne le marché des aliments pour animaux et des engrais agricoles, on suppose que l'augmentation des prix de détail des produits alimentaires de ces deux dernières années sera à l'avenir de nouveau investie dans la production agricole et que les producteurs ambitionnent une productivité plus élevée grâce à l'utilisation de moyens ciblés (p. ex. engrais). Grâce à l'activité Marine Proteins, Origin est bien positionnée sur le marché : elle est l'un des trois principaux fabricants de farine et d'huile de poisson dans la zone UE. Les sites de traitement du poisson d'Origin sont tous situés favorablement à proximité de ports avec une industrie halieutique. Comme la quantité de poisson pouvant être traité est limitée par des quotas de l'UE, on suppose une évolution permanente.



Ambient Food

La division Ambient Food d'Origin est représentée en Irlande par les produits des marques Shamrock et Roma qui ont été positionnées dans le secteur premium dans les années passées. Grâce à son réseau de distribution, Origin dispose en outre d'une position sur le marché qui lui permet une croissance usuelle pour ce marché. Avec Odlums, Origin dispose d'un moulin à grains stable avec une marque forte. Odlums est bien positionnée pour profiter de la demande croissante de farine et d'avoine.

Part de marché Groupe IAWS

IAWS Food

Food Europe

Le volume de marché estimé du segment Life Style Food en Europe occidentale se chiffre à environ EUR 13 milliards. Le chiffre d'affaires de EUR 649 Mio enregistré par Food Europe en 2007 correspond à une part d'environ 5% du marché global.

Food North America

Le volume de marché estimé du segment Life Style Food aux États-Unis se chiffre à environ EUR 7.7 milliards⁵. Le chiffre d'affaires de Food North America dans ce segment se montait à environ EUR 370 Mio pendant l'exercice 2007, ce qui correspond à une part de marché d'environ 5%.

Origin

Agri-Nutrition

La division Agri-Nutrition d'Origin occupe une position de premier plan en Irlande et en Grande-Bretagne. Origin détient une part de marché évaluée à 30% pour les mélanges d'engrais en Irlande en 2007, alors qu'elle s'élève à 10% en Grande-Bretagne. Origin fait en outre partie des principaux fabricants de protéines marines (farine et huile de poisson) en Irlande et en Grande-Bretagne, avec une part de volume estimée à 15% à la sortie dans l'UE pour l'année 2007. L'entreprise est le principal importateur d'additifs pour aliments pour animaux en Irlande avec une part de marché d'environ 50%.

Ambient Food

Shamrock est l'entreprise leader en matière de vente et de commercialisation de produits Ambient Food en Irlande. Odlums est le principal transformateur de céréales en Irlande.

⁵ USD 12 milliards convertis au taux de USD/EUR 1.5554 le 30 mai 2008

Objectif stratégique

IAWS Food

À l'instar d'Hiestand, Origin propose une très large gamme d'articles de boulangerie pour pouvoir couvrir d'un seul tenant tous les produits souhaités par les clients dans ce domaine et offrir ainsi une plus-value par rapport à la concurrence. L'accent est mis sur l'offre de denrées alimentaires Life Style de grande qualité, dans laquelle les articles de boulangerie occupent notamment un rôle essentiel. Comme Hiestand, IAWS s'est ainsi positionnée dans un marché de niche en croissance. Food Europe écoule ses produits directement chez le client en Grande-Bretagne, en Irlande et en France par l'intermédiaire du vaste réseau de distribution déjà mentionné. Food North America est positionné dans la catégorie poids lourds en tant qu'entreprise de production. Environ un tiers des produits seulement est livré par elle.

Le regroupement d'une offre de produits étendue avec sa propre distribution a été le moteur de la croissance de l'entreprise ces dernières années. En outre, IAWS a participé activement à la progression de la consolidation dans le secteur Life Style Food grâce à diverses acquisitions. Six achats supplémentaires plus importants ont eu lieu au cours des dix dernières années (Cuisine de France, Delice de France, Pierre's, La Brea Bakery, Carroll Cuisine, Groupe Hubert, Otis Spunkmeyer).

Contrairement à Hiestand, IAWS fait fabriquer une part considérable des produits Life Style vendus par des tiers. En Europe, la part de produits fabriqués en dehors de l'entreprise se monte à quelque 70%, tandis qu'aux États-Unis, cette part n'est que de 10% environ et qu'en gros 90% des produits sont fabriqués en interne.

La production propre était jusqu'ici limitée par les capacités des usines. Grâce à de grands investissements dans de nouvelles capacités de production, IAWS a l'intention d'augmenter sa part de production propre. Environ EUR 200 Mio seront à cette fin investis dans un nouveau site de production à Dublin, ce qui devrait permettre d'augmenter la production propre sur le marché européen de 30% à 50%. Son modèle d'affaires se rapproche ainsi une nouvelle fois de celui d'Hiestand (part plus importante de produits fabriqués en interne).

Par l'augmentation de la part de produits Food issus de la production propre on aspire également à une amélioration de la marge opérationnelle. En outre, on suppose que l'augmentation de prix des matières premières pourra être répercutée plus légèrement sur les clients.

Avec La Brea Bakery, IAWS semble bien positionnée pour pouvoir profiter de la demande croissante dans le domaine des articles de boulangerie frais aux États-Unis. Une autre option pour IAWS peut être l'intégration en aval (comme pour Hiestand en Asie), c.-à-d. que certains produits sont vendus directement au consommateur final. Ainsi, par exemple, un café exploité à Dublin propose des donuts et du café Tim Hortons à côté d'un assortiment de produits Cuisine De France.

Origin

Le premier APE d'Origin en juin 2007 a entraîné une séparation des divisions qui n'avaient aucun lien direct avec le métier de base d'IAWS, ce qui a permis d'atteindre une focalisation plus importante tant chez IAWS que chez Origin.

Origin dispose de divisions très différentes, par conséquent l'objectif stratégique n'est pas facile à exposer. Il s'agit dans l'ensemble de branches ayant des flux de trésorerie relativement stables et une croissance organique proportionnellement faible. Les opportunités et les risques dans ces divisions sont aussi marqués, pour l'essentiel, par l'environnement réglementaire. Le management prévoit une croissance surtout sur le plan



des acquisitions dans les prochaines années. Avec l'acquisition récente de Masstock notamment, Origin veut aussi saisir les chances de croissance en dehors de ses marchés d'origine actuels (Irlande et Grande-Bretagne).

5. Evaluation

5.1. Périmètre d'évaluation

Stand-alone / Synergies / Prime de contrôle

La planification financière utilisée par Sarasin pour l'évaluation concerne Hiestand, IAWS Food et Origin chacune en particulier et indépendamment l'une de l'autre, c'est-à-dire qu'on part d'un développement futur des sociétés sur une base indépendante (« stand-alone »).

La fusion de Aryzta avec Hiestand et l'acquisition simultanée d'IAWS par Aryzta ouvre un nouveau potentiel de synergies pour la nouvelle société dans certains domaines (chiffre d'affaires et coûts). L'existence d'un tel potentiel de synergies entre Hiestand et IAWS Food a été soulignée tant par Hiestand que par IAWS.

La valorisation stand-alone d'Hiestand et d'IAWS Food ne tient pas compte de ce potentiel de synergies, car il ne peut pas être réalisé par les sociétés sur une base stand-alone.

Une fois la transaction terminée, les actionnaires actuels d'Hiestand et d'IAWS détiendront des parts d'Aryzta et auront ainsi la possibilité de participer au potentiel de synergies résultant de la transaction. Il n'existe donc aucun droit à une prime de contrôle justifiée normalement par le potentiel de synergies de l'acheteur. On renonce par conséquent à l'application de méthodes d'évaluation correspondantes (Comparable Acquisition Analysis, analyse de primes).

Prise en considération de l'échange d'actions entre Lion et IAWS

IAWS et Lion ont convenu que Lion vend ses parts d'Hiestand à IAWS dans le cadre de la transaction et reçoit en guise de dédommagement 12.7 Mio. d'actions IAWS ainsi qu'une indemnité de EUR 30 Mio. Lors de ses analyses, Sarasin a pris en considération cette transaction et augmenté en conséquence le nombre d'actions émises chez IAWS (et ajouté à IAWS la participation de Lion dans Hiestand). La composante à payer en liquide a été mise à charge d'IAWS.

Date de valorisation et événements ultérieurs

Le 31 mai 2008 a été choisi comme date de valorisation. Les bilans au 31 juillet 2007 (IAWS et Origin) et au 31 décembre 2007 (Hiestand) servent de point de départ pour la planification utilisée. Le management des trois sociétés a confirmé à Sarasin que depuis lors aucun événement n'a eu lieu qui ne soit représenté dans la planification et qui puisse avoir une influence matérielle sur l'évaluation.



Taux de change EUR/CHF

Un taux de change EUR/CHF de 1.6211 a été appliqué pour les méthodes d'analyse Discounted Cash Flow et Compco mentionnées ci-après (cours de clôture⁶ du 30 mai 2008). Pour l'analyse de la capitalisation boursière, les cours moyens quotidiens pondérés par les volumes ont été convertis selon le taux de change en CHF en vigueur à ce moment.

5.2. Planification utilisée

La valeur d'une entreprise se calcule sur la base des apports futurs auxquels on peut s'attendre par l'utilisation de ses facteurs de succès au moment de la valorisation, y compris sa substance matérielle, sa force d'innovation, ses produits et sa situation sur le marché, son organisation interne, ses collaborateurs et son management. En admettant que seuls des buts financiers soient poursuivis, la valeur de l'entreprise dépend de sa capacité à produire des excédents financiers pour ses détenteurs en utilisant tous les facteurs qui influencent sa capacité bénéficiaire.

Horizon de planification et valeur résiduelle

Pour calculer les futurs excédents financiers, Sarasin a pris comme base de départ pour ses analyses le développement historique, le budget et la prévision 2008 ainsi que le Businessplan jusqu'à 2010, les perspectives à long terme des sociétés valorisées ainsi que les plans financiers des analystes financiers. Comme horizon de planification a été choisi la période jusqu'en 2015 ; pour 2015 on a admis un excédent financier normalisé, établi avec les hypothèses utilisées pour le calcul de la valeur résiduelle. Dans le cadre de la normalisation en 2015, on a notamment fait en sorte à ce que la croissance, les marges, les investissements et le taux d'imposition paraissent plausibles dans la perspective des valeurs historiques et de l'argumentation du management d'Hiestand et d'IAWS/Origin. L'excédent financier ainsi calculé pour l'exercice 2015 a été utilisé pour calculer la valeur résiduelle au moyen de la formule de la rente perpétuelle.

Plausibilité et consistance des planifications financières

Dans le cadre des travaux d'évaluation, Sarasin a dressé les plans financiers pertinents pour l'évaluation et examiné les principaux facteurs influençant la valeur de l'entreprise (« Value Driver ») par rapport à leur plausibilité et leur consistance en tenant compte du développement historique. En outre, la planification a été discutée avec les CFO d'Hiestand et d'IAWS, ce qui était notamment important en vue de l'évaluation des perspectives de croissance et des marges.

Il s'est avéré que Hiestand et IAWS sont des sociétés comparables en ce qui concerne la croissance et les marges. Différentes hypothèses sur les Value Drivers des deux sociétés ont été émises uniquement là où cela paraissait objectivement compréhensible et pouvait le cas échéant être étayé par des données historiques. Les activités d'Origin ne sont comparables qu'en partie avec celles des deux autres sociétés et ont été évaluées séparément.

Le tableau suivant donne un aperçu des hypothèses retenues par Sarasin pour l'évaluation des principaux Value Drivers :

⁶ Source: Bloomberg

PROFITABILITÉ	Hiestand	IAWS Food	Origin
<p>Marge EBITDA / Marge EBITA normalisée (année 2015)</p> <p>Les principales différences entre Hiestand et IAWS Food sont les suivantes :</p> <p><u>1. Part de produits propres</u></p> <p>Aujourd'hui, Hiestand produit elle-même environ 80% des produits vendus, tandis que pour IAWS Food, cette part s'élève à 55%. Au niveau de l'EBITDA, cela entraîne une meilleure marge chez Hiestand. IAWS Food investit actuellement dans des unités de production pour un total d'environ EUR 200 Mio, ce qui entraîne à moyen terme un certain réajustement des modèles.</p> <p><u>2. Objectif géographique, Fricopan (D) vs. La Brea (USA)</u></p> <p>On considère en principe que le marché US fourni par IAWS a une marge plus forte que le marché allemand</p>	<p>Marge EBITDA</p> <p>15.5%</p> <p>Marge EBITA</p> <p>11.0%</p>	<p>Marge EBITDA</p> <p>15.5%</p> <p>Marge EBITA</p> <p>12.0%</p>	<p>Marge EBITDA</p> <p>4.6%</p> <p>Marge EBITA</p> <p>3.8%</p>

<p>fourni par Hiestand depuis l'acquisition de Fricopan. Ceci s'est aussi manifesté dans le recul des marges au niveau de l'EBITDA chez Hiestand de 15.8% (2006) à 14.6% (2007). La raison de la compétitivité du marché allemand est la part importante du canal de vente du commerce (discount) de détail chez Fricopan. IAWS Food est actif dans le segment de prix supérieur aux États-Unis avec la marque La Brea, ce qui permet également des marges plus importantes.</p> <p>À long terme, on suppose que les deux effets décrits produiront une marge EBITDA identique de 15.5%. Les investissements liés à la plus grande part de production entraînent chez Hiestand des amortissements plus élevés à long terme (plus d'unités de production), ce qui entraîne, dans les planifications financières, une différence de marge de 1 point de pourcentage au niveau de l'EBITDA (IAWS Food 12.0%, Hiestand 11.0%).</p> <p>En raison de l'augmentation des prix des matières premières, on s'attend à ce qu'Origin atteigne une croissance nominale considérable en 2009, sans que l'EBITDA puisse s'en trouver fondamentalement renforcé (les augmentations de prix sont répercutées). Cela entraîne un recul des marges. Pour le reste, on suppose une évolution stable de la rentabilité.</p>			
--	--	--	--

INVESTISSEMENTS	Hiestand	IAWS Food	Origin
<p>Investissements en % du chiffre d'affaires normalisé (année 2015)</p> <p>Étant donné qu'IAWS Food et Hiestand se trouvent dans une phase de croissance, les investissements en % du chiffre d'affaires sont supérieurs aux amortissements en % du chiffre d'affaires. Pour la normalisation, on suppose que les investissements se rapprocheront des amortissements, cependant la différence d'un point de pourcentage entre Hiestand et IAWS Food existera toujours, car Hiestand dispose d'une plus grande part de production (voir les explications relatives à la rentabilité ci-dessus).</p> <p>Pour IAWS Food, les grands investissements dans les nouvelles unités de production ont été pris en considération dans la période de planification.</p> <p>Pour Origin, il n'y a aucun report essentiel des investissements en % du chiffre d'affaire en raison de la stabilité de l'évolution et de la faible croissance réelle.</p>	4.5%	3.5%	0.8%



Autres Value Driver**Valeur résiduelle : croissance admise après l'exercice 2014**

Pour l'évaluation d'**Hiestand**, Sarasin a admis une croissance perpétuelle de 0.5% p.a., ce qui correspond à une attente modérée de l'inflation en CHF.

Pour l'évaluation de **IAWS Food et Origin** Sarasin a admis une croissance perpétuelle de 1.5% p.a., ce qui correspond à une attente modérée de l'inflation en EUR.

La différence entre les deux hypothèses de croissance correspond à la différence entre le taux d'intérêts sans risque en CHF et en EUR (voir calcul du coût global du capital au chapitre 5.4).

Taux d'imposition

Hiestand considère un taux d'imposition moyen à long terme de 23.0% comme équitable. Celui-ci est conforme à l'ordre de grandeur international usuel. Les reports de perte n'ont pas été pris en considération, car ils ne sont pas utilisables selon le management. Pour le modèle d'évaluation, Sarasin a admis un taux d'imposition de 23.0%.

Pour **IAWS Food et Origin**, un taux d'imposition à long terme de 22.0% a été utilisé. Il correspond surtout pour Origin à une nette augmentation justifiée par l'acquisition de Masstock (GB).

5.3. Méthodes d'analyse utilisées

Pour juger de l'équité financière du rapport d'échange, la méthode DCF est au premier plan. Pour contrôler la plausibilité du résultat de l'évaluation, une analyse de sociétés comparables (analyse Compco) et une analyse de la capitalisation boursière ont été faites de surcroît.

5.4. Méthode Discounted Cash Flow

Dans la méthode DCF on calcule d'abord la valeur actuelle des excédents financiers du capital nécessaire à l'exploitation. Comme excédents financiers on retient les Free Cash Flow qui sont à la disposition des actionnaires et des bailleurs de fonds étrangers. La somme des valeurs actuelles des Free Cash Flow (y compris la valeur résiduelle) ainsi que les actifs éventuellement non nécessaires à l'exploitation donnent la valeur brute de l'entreprise. De celle-ci sont déduits les engagements portant intérêts, apurés des moyens liquides excédentaires, pour obtenir la valeur nette de l'entreprise, soit la valeur des fonds propres.

Pour le calcul de la valeur actuelle des excédents financiers on a utilisé le taux d'escompte pondéré des coûts des capitaux propres et étrangers (Weighted Average Cost of Capital). Pour le calcul des composants des coûts de capital on a utilisé le Capital Asset Pricing Model. Vu la structure du capital que les directions des trois entreprises évaluées tendent à obtenir (les obligations financières correspondent à maximum 3.5 x l'EBITDA), le coût des fonds étrangers à long terme a été pris en considération dans l'analyse.

Les planifications financières sont représentées en CHF (Hiestand) et en EUR (IAWS et Origin). En conséquence, les taux d'escompte ont été déterminés sur la base des coûts du capital de la devise correspondante. Les variables suivantes ont été retenues pour le calcul du taux d'escompte :



Taux d'intérêts sans risque

Pour le calcul du taux d'intérêts sans risque pour les sociétés, on part d'un taux d'intérêts pour un investissement dans le marché des capitaux (quasi) sans risque. Le taux d'intérêts sans risque résulte ainsi du rendement atteignable à long terme d'emprunts d'émetteurs de droit public. Comme les durées sont limitées dans le temps, il faut adopter une hypothèse sur le niveau des intérêts lors du réinvestissement. Comme base a été retenue l'évolution des taux d'intérêts dans le passé.

Pour Hiestand, IAWS et Origin, des emprunts irlandais et suisses d'une durée de 15 ans ainsi que d'une durée restante semblable ont été pris en considération pour le calcul du taux d'intérêts sans risque.

Le 29 mai 2008, un emprunt de la Confédération Suisse d'une durée de 15 ans avec échéance fin 2023 présentait un rendement nominal de 3.4%⁸. Au cours des 10 dernières années, le rendement moyen des bons du Trésor suisse d'une durée de plus de 10 ans était de 3.2%⁹. Sur une période de plusieurs décennies, le niveau des intérêts était cependant clairement supérieur à 4.0%¹⁰. En tenant compte de l'évolution des taux d'intérêts dans le passé et des rendements actuels des emprunts à long terme, on a admis pour Hiestand un taux d'intérêts de base de 4.0%.

Le rendement nominal d'un emprunt public irlandais d'une durée de 15 ans et avec échéance en 2020 atteignait 4.8%¹¹ le 29 mai 2008. Ceci correspond à peu près au rendement nominal moyen de 4.6%¹² observé pour les emprunts publics irlandais au cours des 10 dernières années. Sur une période de 20 ans, le rendement annuel moyen était cependant de 6.4%¹³. Sur la base de ces valeurs, on admet pour IAWS et Origin un taux d'intérêts de base sans risque à long terme de 5.0%.

Prime de risque

Un engagement entrepreneurial est toujours lié à des risques. Par conséquent, les excédents financiers futurs ne peuvent être prévus avec certitude. Les investisseurs font payer le risque d'entreprise qu'ils ont pris par une prime de risque. Comme les investisseurs prennent un risque particulier lors de l'engagement dans une entreprise, il est nécessaire de prévoir une prime au taux d'intérêts sans risque (prime de risque). Pour obtenir un risque équivalent avec les flux de capitaux à escompter, l'établissement de la prime de risque doit refléter la structure de risque de l'entreprise à évaluer.

Pour le calcul de la prime de risque on peut recourir au modèle de formation des prix sur le marché des capitaux. Le modèle le plus utilisé en théorie et en pratique est le Capital Asset Pricing Model (CAPM). Il a été utilisé dans le cas présent.

La prime de risque spécifique à une entreprise est obtenue par la multiplication du facteur bêta de l'entreprise avec la prime de risque de marché. Le facteur bêta est une mesure pour le risque spécifique de l'entreprise en relation avec le risque de marché. Un facteur bêta supérieur à un signifie que la valeur des fonds propres de l'entreprise considérée, mesurée

⁸ Source: Bloomberg

⁹ Source: Datastream

¹⁰ Source: Pictet & Cie, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2007), janvier 2008

¹¹ Source: Bloomberg

¹² Source: Datastream

¹³ Source: Datastream

au cours des actions, réagit en moyenne plus que proportionnellement aux variations du marché; un facteur bêta inférieur à un signifie que sa valeur se modifie en moyenne moins que proportionnellement.

Le calcul de la prime de risque de marché se fait par la formation d'un différentiel de rendement entre un investissement en actions et un investissement sans risque. Des recherches sur le marché des capitaux montrent qu'à long terme, dans le passé, les investissements en actions ont fourni des rendements supérieurs à ceux en emprunts à faible risque. En tenant compte du rendement à long terme du marché des actions en Suisse d'environ 8% à environ 10%¹⁴ on obtient, en déduisant le taux d'intérêts sans risque admis de 4% une prime de risque de marché d'environ 5% qui a servi de base à l'évaluation. Il n'existe à notre avis aucune raison suffisante pour appliquer différentes primes de risque de marché pour la zone euro et la Suisse.

Pour obtenir le facteur bêta, on a retenu le facteur bêta d'entreprises comparables (Cf. Appendice 2). Pour pouvoir comparer effectivement le facteur bêta des entreprises similaires, celles-ci ont été apurées de leur endettement spécifique. Le facteur bêta (franc de dettes) de ces entreprises comparables se monte à 0.61 (Hiestand et IAWS) et 0.56 (Origin).

Pour obtenir de ce facteur bêta des entreprises similaires apuré de l'endettement le facteur bêta, il faut l'adapter à l'endettement spécifique des sociétés. Pour le calcul des facteurs bêta d'Hiestand, IAWS et Origin, on a utilisé pour les trois sociétés un endettement visé de 30% de dettes financières nettes pour 70% de fonds propres (aux valeurs du marché).

Coût des capitaux étrangers

Suite à nos entretiens avec les CFO des sociétés et à nos propres réflexions, nous admettons que le coût des capitaux étrangers des sociétés se situe à long terme aux alentours de 100 points de base au-dessus du taux d'intérêts sans risque pour la structure du capital de base.

Coût global du capital

Sur la base des explications qui précèdent, le coût global du capital pour les trois sociétés se calcule comme suit :

(Chiffres en partie arrondis)	Hiestand	IAWS	Origin	Source:
Taux d'intérêts sans risque	4.0%	5.0%	5.0%	Rendement emprunts publics suisses ou européens réinvestissement compris
Prime de risque de marché	5.0%	5.0%	5.0%	Bloomberg; (rendement du marché des actions - taux d'intérêts sans risque)
Unlevered beta	0.61	0.61	0.56	Analyse Peergroup; Bloomberg
Relevered beta	0.81	0.81	0.75	= Unlevered beta * (1+(1-s) * Gearing)
Coût des capitaux propres	8.05%	9.06%	8.74%	= taux d'intérêts sans risque + (Prime de risque de marché*Relevered beta)
Taux d'intérêts sans risque	4.00%	5.00%	5.00%	Rendement emprunts publics suisses ou européens réinvestissement compris
Prime de risque	1.00%	1.00%	1.00%	Sur base d'un endettement visé de 3.5x EBITDA
Coût des capitaux étrangers	5.00%	6.00%	6.00%	= Coût des capitaux étrangers * (1-s)
Coût des capitaux étrangers	3.85%	4.68%	4.68%	
Gearing (net debt / equity*)	0.43	0.43	0.43	Structure admise visée à long terme
Part capitaux étrangers	30%	30%	30%	
Part capitaux propres	70%	70%	70%	
Imposition (s)	23.0%	22.0%	22.0%	Taux d'imposition marginal
WACC (après impôts)	6.79%	7.75%	7.52%	Coût global des capitaux après impôt

* Valeur du marché

¹⁴ Source: Pictet & Cie, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2007), janvier 2008

Particularités

Ont été considérés comme patrimoine séparé tant les immeubles et terrains non nécessaires à l'exploitation aux valeurs évaluées du marché (déduction faite des impôts) que les flux d'argent du paiement des dividendes pour l'exercice 2007. Il a été également tenu compte du prix d'exercice des options de collaborateurs qui a été payé par les collaborateurs ou (en cas d'options « in the money » non encore exercées) qui devrait être payé théoriquement. Les propres actions ont été déduites pour le calcul du nombre d'actions. Il a été tenu compte des nouvelles actions provenant de l'exercice d'options de collaborateurs.

Analyse de sensibilité

La fourchette des valeurs de l'évaluation DCF a été fixée par une analyse de sensibilité, sur la base de laquelle certains Value Drivers ont évolué dans une fourchette. Comme Value Drivers ont été fixés le WACC, la croissance perpétuelle, la marge EBITA normalisée 2015 ainsi que le taux d'imposition marginal à partir de 2008.

La modification simultanée des Value Drivers dans les 3 sociétés produit le résultat suivant :

Analyse de sensibilité		
Value Driver	Δ Value Driver (toutes les 3 sociétés)	Rapport d'échange
WACC	+ 40 bp	68.0
	- 40 bp	67.8
Croissance perpétuelle	+ 25 bp	67.8
	- 25 bp	68.0
Marge EBITA 2015	+ 50 bp	67.4
	- 50 bp	68.5
Taux d'imposition marginal	+ 100 bp	67.9
	- 100 bp	68.0

L'analyse de sensibilité ci-dessus indique qu'en cas de modification simultanée des Value Drivers dans toutes les sociétés, le résultat de l'évaluation (et donc le rapport d'échange) ne varie que légèrement. En revanche, si on modifie seulement les Value Drivers d'Hiestand et qu'on laisse ceux d'IAWS et d'Origin constants, le rapport d'échange subit les modifications suivantes :



Analyse de sensibilité		
Value Driver	Δ Value Driver (Hiestand uniquement)	Rapport d'échange
WACC	+ 40 BP	63.7
	- 40 BP	72.6
Croissance perpétuelle	+ 25 BP	69.9
	- 25 BP	66.0
Marge EBITA 2015	+ 50 BP	70.1
	- 50 BP	65.7
Taux d'imposition marginal	+ 100 BP	67.1
	- 100 BP	68.8

Résultat de l'évaluation DCF

L'analyse de sensibilité de la méthode DCF conduit à une fourchette du rapport d'échange de 63.7 à 72.6 actions IAWS par action Hiestand.

5.5. Valorisation sur la base de sociétés cotées similaires (Compco)

Importance

Cette méthode est notamment favorisée par l'analyse financière car les acteurs du marché des capitaux ne disposent généralement pas des plans financiers détaillés des entreprises. Comme Sarasin a pu consulter les plans financiers pertinents, exception faite des bilans prévisionnels d'IAWS et d'Origin, et que leur plausibilité a pu être discutée avec le management et comparée avec divers autres informations supplémentaires mises à disposition par la société, Sarasin considère l'évaluation DCF comme la méthode de valorisation la plus adéquate en comparaison de l'analyse Compco.

L'évaluation à l'aide de sociétés cotées similaires a été utilisée avant tout pour vérifier la plausibilité des résultats de l'évaluation selon la méthode DCF.

Méthodologie

Au travers de la division de la valeur d'entreprise (valeur boursière actuelle plus dettes nettes et intérêts minoritaires) de sociétés cotées similaires par les excédents financiers actuels ou attendus (notamment chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, P/E) pour les derniers douze mois et les deux exercices suivants, on obtient des multiples et on forme une moyenne (Cf. Appendice 1). L'application de ces multiples moyens sur les ratios (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, P/E) d'Hiestand, IAWS et Origin donne un résultat de valorisation pour chaque multiple moyen utilisé.

Les deux facteurs suivants ont une importance considérable sur le résultat de l'évaluation :

- le multiple moyen obtenu et
- le choix et le calcul des ratios financiers des sociétés considérées sur lesquels le multiple est appliqué.

Le multiple moyen dépend principalement du choix des sociétés comparables retenues. Le multiple n'est pertinent que si l'on a à disposition des sociétés qui sont comparables à la société à évaluer au point de vue des caractéristiques essentielles.

Comme la méthode se base sur des résultats actuels ou attendus dans un avenir de 1 à 2 ans (LTM, 2008E, 2009E), le calcul reflète la valeur de l'entreprise dans une optique plutôt à court terme. Les potentiels de croissance et d'amélioration des marges réalisables à moyen terme ainsi qu'un stade spécifique dans le cadre d'un cycle des affaires ne sont contenus que si les sociétés comparables ont des potentiels de croissance et de marge comparables et se trouvent dans la même phase du cycle des affaires.

Choix des sociétés comparables pour Hiestand, IAWS Food et Origin

En raison du modèle d'affaires similaires d'Hiestand et IAWS, les mêmes sociétés comparables ont été choisies pour Hiestand et IAWS Food. Les caractéristiques essentielles de ce modèle d'affaires sont :

- la focalisation sur le Life Style et les aliments prêts-à-servir, les deux sociétés disposant d'une grande part d'articles de boulangerie surgelés
- le regroupement de la production et de la distribution (actuellement un peu plus marquée chez Hiestand)
- le débouché primaire est l'Europe
- une part élevée, en cours d'harmonisation, d'articles de boulangerie/d'aliments prêts-à-servir issus de la production propre
- la taille similaire des entreprises
- des marges et une croissance comparables

La sélection de sociétés comparables était difficile, car les deux sociétés sont actives dans un marché de niche et, par conséquent, n'ont guère de concurrents directs cotés en bourse.

Le choix des sociétés comparables devait notamment tenir compte du fait que Hiestand et IAWS Food ont concentré leur offre de produits sur des articles de boulangerie de haute qualité. Ainsi, de l'avis de Sarasin, des offrants de produits alimentaires très diversifiés (tels que Nestlé, Unilever) ne conviennent guère en guise de sociétés comparables pour ce qui est de la position sur le marché, de la taille et du modèle d'affaires. Il en va de même pour les sociétés qui se limitent à la production ou à la distribution de produits alimentaires en général ou d'aliments prêts-à-servir. On a donc pris en considération en premier lieu les entreprises qui satisfont idéalement aux exigences suivantes :

- entreprises actives dans le domaine des aliments prêts-à-servir et pour lesquelles les articles de boulangerie constituent au moins un segment d'activité important
- regroupement de production et distribution
- aucune part ou part proportionnellement faible de vente directe des produits au consommateur final
- attentes de croissance et de rentabilité comparables



- Europe occidentale et/ou États-Unis comme débouchés primaires
- société à capitalisation faible à moyenne

Comme entreprises comparables ont été choisies :

Entreprises comparables Hiestand et IAWS Food	
- Greencore	- Danone
- Kerry Group	- Northern Foods
- Canada Bread Company	- Sara Lee
- Flower Foods	- Uniq
- Panera Bread	- Cranswick
- Greggs	

Sur la base des critères susmentionnés nous considérons ces entreprises comme foncièrement qualifiées pour le calcul des multiples moyens. Pour calculer la moyenne, on a toujours exclu la valeur la plus basse et celle la plus haute pour éviter une déformation du résultat à cause de quelques « valeurs aberrantes ».

En outre, pour l'évaluation du département Food d'IAWS, la plausibilité de l'évaluation DCF d'Origin a également été confirmée par une analyse Compco indépendante. À cette fin, on a identifié des entreprises dont le modèle d'affaires est comparable à celui d'Origin.

Le choix des sociétés comparables pour Origin est rendu difficile du fait que l'entreprise est très diversifiée. Origin est actif dans les secteurs Agri-Nutrition (alimentation pour animaux, engrais, farine et huile de poisson) et Food (Ambient Food et farine). À côté de cela, elle offre aussi des prestations de conseil aux agriculteurs. Les produits du département Agri-Nutrition sont dans l'ensemble assez génériques, de sorte que la concurrence joue en premier lieu sur le prix, Origin dispose cependant d'une position relativement forte sur les marchés concernés. Les marges EBIT dans ce segment sont plutôt faibles. Dans la division Ambient Food, Origin distribue des produits à enfourner et des ingrédients pour la cuisine italienne. Dans ce marché de niche, la concurrence des prix peut être neutralisée jusqu'à un certain degré grâce à des marques fortes.

Il n'existe aucune société cotée en bourse qui dispose d'un portefeuille d'activités comparable. C'est pourquoi les sociétés comparables ont été choisies de telle sorte que les sociétés qui sont comparables au moins dans certains domaines (p.ex. distributeurs d'engrais, fabricants d'aliments pour poisson, etc.) reflètent dans leur globalité toutes les activités opérationnelles fondamentales d'Origin.

Pour Origin, on a donc choisi des sociétés comparables qui présentaient les caractéristiques suivantes :

- sociétés actives dans les segments Agri-Nutrition et/ou Ambient Food
- attentes de croissance et de rentabilité comparables
- société à capitalisation faible à moyenne
- Europe occidentale comme principal débouché



Les sociétés suivantes ont été choisies :

Entreprises comparables Origin	
- Associated British Foods	- Carr's Milling Industries
- George Weston	- Yara International
- Austevoll	- K+S
- Nutreco	- Northern Foods
- Glanbia	- Donegal Creameries

Sur la base des critères susmentionnés nous considérons ces entreprises comme foncièrement qualifiées pour le calcul des multiples moyens. Pour calculer la moyenne, on a toujours exclu la valeur la plus basse et celle la plus haute pour éviter une déformation du résultat à cause de quelques « valeurs aberrantes ».

Pour les trois sociétés, les actifs non opérationnels ont été pris en considération séparément, tout comme la transaction prévue entre Lion et IAWS. Étant donné qu'IAWS et Origin planifient leurs exercices (exercice jusque fin juin de l'année civile en question), sur des années qui ne correspondent pas aux années civiles, le plan EBIT et les plans du bénéfice net 2008E et 2009E des deux sociétés ont été ajustés sur l'année civile pour faciliter la comparaison.

Les multiples pour les 12 derniers mois (LTM) ont été déformés par des circonstances spécifiques à l'entreprise pour certaines sociétés comparables. De même, en raison des différences entre les modèles d'affaires et entre les attentes de rentabilité, les multiples du chiffre d'affaires ne sont guère pertinents. La différence d'intensité des investissements chez Hiestand et IAWS entraîne des déformations au niveau du multiple EBITDA.

C'est pourquoi nous considérons le résultat de l'évaluation sur la base de l'EBIT et des multiples P/E pour les années 2008E et 2009E comme le plus pertinent, raison pour laquelle il a été orienté sur ces ratios pour confirmer la plausibilité de l'évaluation DCF.

Le tableau ci-dessous représente le rapport d'échange sur base des multiples EBIT et P/E pour les deux prochaines années (2008E, 2009E).

	(w/o min/max)		
	2008 E	2009 E	Average
EBIT - Multiples	63.6	65.6	64.6
P/E - Multiples	64.6	67.2	65.9

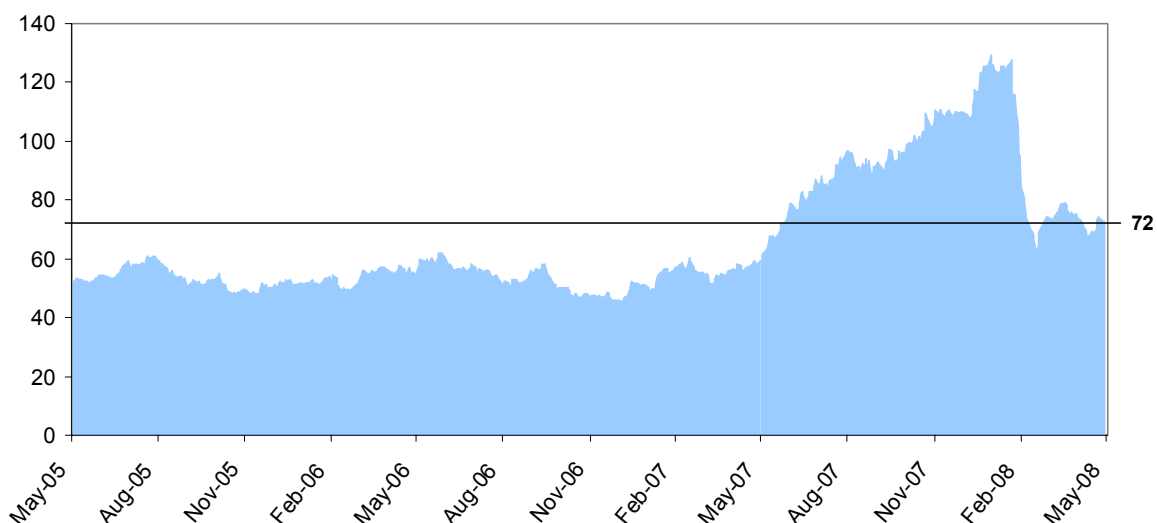
Par rapport aux résultats de l'analyse Discounted Cash Flow, les rapports d'échange calculés sont globalement inférieurs. La différence est cependant faible, de sorte que ces résultats confirment ceux de l'évaluation DCF.

5.6. Capitalisation boursière

L'analyse de la capitalisation boursière d'Hiestand et d'IAWS donne le graphique suivant :

Evolution du rapport d'échange

(mai 2005 - mai 2008)



72 = rapport d'échange proposé Hiestand – IAWS

Le rapport d'échange¹⁵ sur base de la capitalisation boursière a évolué dans un corridor relativement étroit entre 50 et 60 au cours des trois dernières années et jusqu'à mai 2007. À partir de février 2007, Focus Capital a commencé à étendre sa participation d'alors dans Hiestand pour la faire passer de façon continue d'à peine plus de 20% à environ 30% (évent. plus) en l'espace de quelques mois. Ces achats supplémentaires ont conduit, dans un marché d'illiquidités¹⁶, à une forte et inhabituelle hausse du cours des actions Hiestand à partir de fin mai 2007, ce qui a fait augmenter le rapport d'échange dans l'intervalle à plus de 130. Suite à des difficultés financières, Focus Capital a été contrainte de vendre sa part d'Hiestand au début de cette année. Ceci a ramenée le cours des actions à un niveau semblable à celui que l'on pouvait observer peu avant les achats supplémentaires de Focus Capital.

De notre avis, la hausse du cours entre mai 2007 et février 2007 est due moins aux modifications des données fondamentales d'Hiestand, mais davantage aux divers achats supplémentaires de Focus Capital dans un marché étroit. Le calcul du rapport d'échange moyen dépend ici pour l'essentiel de la période prise en considération. C'est pourquoi dans notre analyse nous avons sciemment renoncé à prendre en considération les périodes pour lesquelles l'effet temporaire provoqué par Focus Capital a pesé particulièrement fort. Ceci vaut notamment pour les périodes d'évaluation de 6 et 12 mois.

¹⁵ Le rapport d'échange s'entend après adaptation de la dilution par l'échange d'actions (actions IAWS pour actions Hiestand) entre IAWS et Lion

¹⁶ Free Float: env. 35%, ø volume journalier des derniers 12 mois: 1036 pièces



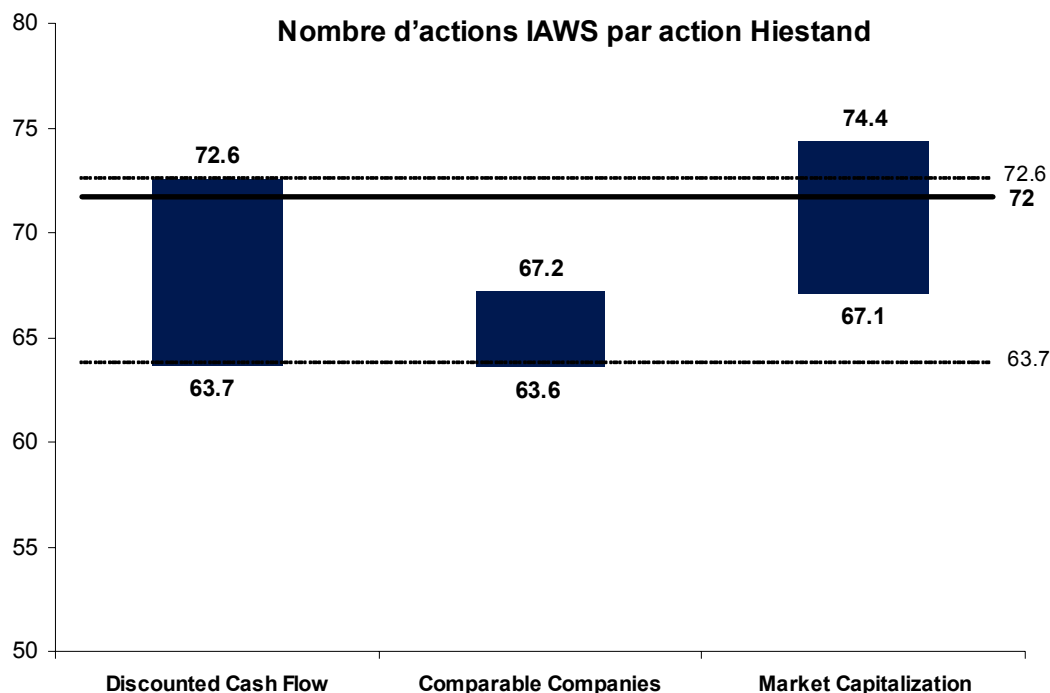
	Hiestand		IAWS		Rapport d'échange
	Cap. bours. total ¹	Prix par action	Cap. bours. total ¹	Prix par action	
	en MCHF	en CHF	en MCHF	en CHF	
36 mois derniers	833.8	1'571.0	3'460.3	23.4	67.1
24 mois derniers	968.6	1'824.8	3'735.7	25.3	72.2
3 mois derniers	949.4	1'788.7	3'552.4	24.0	74.4
mois dernier	982.5	1'851.0	3'775.8	25.6	72.4
au 30.5.2008	953.7	1'796.9	3'681.5	24.9	72.1

¹ Calcul sur la base du cours moyen journalier pondéré sur le volume; la conversion des cours des actions IAWS a été faite selon le taux de change en vigueur à l'époque

Sur la base de la capitalisation boursière au 30 mai 2008, on obtient un rapport d'échange de 72.1 actions IAWS pour 1 action Hiestand. Des observations sur une plus longue période (36 mois) donnent un rapport d'échange moyen nettement inférieur (67.0) – les périodes plus brèves (1 et 3 mois) en revanche un rapport d'échange moyen légèrement supérieur (72.4 ou 74.3). Sur la base de l'analyse de la capitalisation boursière d'Hiestand et d'IAWS que l'on peut observer dans le passé et actuellement, nous considérons comme adéquate une fourchette du rapport d'échange entre 67.1 et 74.4.



5.7. Résumé des résultats d'évaluation



Le résultat de l'évaluation par la méthode DCF est confirmé par les résultats des méthodes complémentaires. Comme le montre le graphique ci-dessus, le rapport d'échange prévu de 72 se trouve dans le haut de la fourchette de l'évaluation DCF. Le rapport d'échange sur la base de la capitalisation boursière se situe légèrement en dessous du résultat de l'évaluation DCF. Nous estimons que cette différence est due à l'environnement avantageux du marché des capitaux pour les sociétés actives dans le secteur des produits alimentaires en Suisse (par rapport à l'Irlande).

Vu le fait que la méthode DCF d'une part reflète le mieux la valeur équitable des sociétés et d'autre part que Sarasin a eu accès à des informations détaillées, nous nous basons principalement sur l'évaluation DCF, ce qui donne une fourchette du rapport d'échange de 63.7 à 72.6 par action.

6. Résultat de l'expertise

Sur la base des analyses d'évaluation et des réflexions faites dans la présente expertise, le **rapport d'échange de 72 actions IAWS pour 1 action Hiestand** resp. **36 actions Aryzta pour 1 action Hiestand**¹⁷ proposé par les Conseils d'administration d'Hiestand et d'IAWS se trouve dans le haut de la fourchette d'évaluation déterminée et est ainsi financièrement équitable. Cette assertion est fondée en première ligne sur le résultat de l'analyse par la méthode Discounted Cash Flow dont la plausibilité a été confirmée par les analyses complémentaires présentées.

Zurich, le 9 juin 2008

Banque Sarasin & Cie SA

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess

¹⁷ Étant donné que les actionnaires d'IAWS reçoivent, dans la présente structure de transaction (voir chapitre 1.1), 0.5 action Aryzta pour une action IAWS, le **rapport d'échange entre Hiestand et Aryzta est de 36:1**

7. Appendices

Appendice 1 : Multiples de sociétés cotées comparables IAWS Food et Hiestand

Company	Country	Currency	Market Cap (in mio of LC)	Sales Multiples			EBITDA Multiples			EBIT Multiples			P/E Multiples		
				LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E
Greencore	Ireland	EUR	708	0.8x	0.7x	0.7x	8.1x	7.7x	7.3x	10.8x	10.0x	9.4x	11.4x	10.8x	10.4x
Kerry Group	Ireland	EUR	3'593	1.0x	1.0x	0.9x	9.7x	9.4x	9.0x	12.5x	12.0x	11.4x	14.6x	13.9x	13.1x
Canada Bread Company	Canada	CAD	1'652	1.1x	1.0x	1.0x	9.6x	10.7x	9.2x	13.4x	15.9x	12.7x	19.7x	23.3x	18.0x
Flowers Foods	United States	USD	2'210	1.1x	1.0x	0.9x	10.4x	9.5x	8.8x	15.1x	14.5x	13.4x	23.4x	21.0x	19.0x
Panera Bread	United States	USD	1'567	1.4x	1.2x	1.1x	10.9x	9.1x	8.1x	18.5x	15.9x	13.9x	28.6x	24.9x	20.7x
Greggs	United Kingdom	GBP	428	0.7x	0.7x	0.6x	5.6x	5.6x	5.4x	8.3x	8.2x	8.8x	12.5x	12.8x	12.0x
Danone	France	EUR	27'340	2.9x	2.4x	2.2x	18.1x	13.1x	11.9x	22.6x	16.2x	14.6x	26.1x	20.4x	17.7x
Northern Foods	United Kingdom	GBP	426	0.7x	0.7x	0.7x	6.0x	6.6x	6.2x	10.8x	10.8x	10.1x	11.9x	11.4x	10.1x
Sara Lee	United States	USD	9'933	1.0x	0.9x	0.9x	10.4x	7.8x	7.2x	18.6x	12.1x	10.8x	18.2x	14.6x	13.2x
Uniq	United Kingdom	GBP	143	0.3x	0.2x	0.2x	10.4x	8.3x	5.9x	NA	133.3x	21.4x	110.3x	43.7x	14.2x
Cranswick	United Kingdom	GBP	338.835	0.7x	0.6x	0.6x	8.6x	8.0x	7.4x	10.8x	10.1x	9.3x	14.2x	13.1x	11.8x
AVERAGE (All Comparables)				1.1x	1.0x	0.9x	9.8x	8.7x	7.8x	14.2x	23.5x	12.3x	26.4x	19.1x	14.6x
AVERAGE (w/o Min & Max)				0.9x	0.9x	0.8x	9.3x	8.6x	7.7x	13.8x	13.1x	11.7x	18.8x	17.3x	14.4x

Origin

Company	Country	Currency	Market Cap (in mio of LC)	Sales Multiples			EBITDA Multiples			EBIT Multiples			P/E Multiples		
				LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E	LTM	2008 E	2009 E
Associated British Foods	United Kingdom	GBP	6'977	1.1x	1.1x	1.0x	9.3x	9.1x	8.3x	13.9x	13.1x	11.8x	17.5x	16.0x	14.7x
George Weston	Canada	CAD	6'641	0.4x	0.4x	0.4x	6.5x	6.6x	6.2x	9.7x	9.5x	8.7x	11.3x	11.6x	10.7x
Austevoll	Norway	NOK	7'096	2.8x	2.8x	2.6x	20.1x	13.6x	11.7x	34.8x	19.8x	16.0x	28.6x	16.6x	13.5x
Nutreco	Netherlands	EUR	1'687	0.5x	0.4x	0.4x	10.1x	8.1x	7.4x	13.3x	10.8x	9.8x	14.2x	13.5x	12.0x
Glanbia	Ireland	EUR	1'485	0.8x	0.8x	0.8x	11.4x	10.8x	10.1x	14.8x	13.3x	12.2x	18.0x	15.6x	14.3x
Carr's Milling Industries	United Kingdom	EUR	57	0.3x	0.3x	0.3x	11.1x	10.0x	9.2x	17.2x	12.1x	11.9x	10.7x	12.6x	9.5x
Yara International	Norway	NOK	122'753	2.0x	1.5x	1.4x	12.3x	8.2x	8.0x	14.5x	9.1x	8.8x	15.7x	10.6x	10.4x
K+S	Germany	EUR	13'694	3.5x	3.0x	3.0x	27.3x	13.9x	9.4x	36.0x	15.8x	10.2x	254.5x	21.6x	14.0x
Northern Foods	United Kingdom	GBP	426	0.7x	0.7x	0.7x	6.0x	6.6x	6.2x	10.8x	10.8x	10.1x	11.9x	11.4x	10.1x
Donegal Creameries	Ireland	EUR	63	0.6x	0.6x	0.6x	7.1x	7.5x	7.2x	8.9x	9.2x	8.7x	5.7x	9.6x	9.0x
AVERAGE (All Comparables)				1.3x	1.2x	1.1x	12.1x	9.4x	8.4x	17.4x	12.3x	10.8x	38.8x	13.9x	11.8x
AVERAGE (w/o Min & Max)				1.1x	1.0x	1.0x	11.0x	9.2x	8.2x	16.1x	11.8x	10.5x	16.0x	13.5x	11.8x

Appendice 2 : Bêtas de sociétés cotées comparables IAWS Food et Hiestand

Company	Beta-Index	Currency	Adjusted Beta ¹⁾	Capital Structure ²⁾	Unlevered Beta
Greencore	Irish Overall Index	EUR	0.463	39%	0.35
Kerry Group	Irish Overall Index	EUR	0.539	35%	0.42
Canada Bread Company	TSX Composite Index	CAD	0.348	2%	0.34
Flowers Foods	S&P 500	USD	0.834	-1%	0.84
Panera Bread	S&P 500	USD	1.254	3%	1.23
Greggs	FTSE 100	GBP	0.604	-3%	0.62
Danone	CAC 40	EUR	0.87	40%	0.68
Northern Foods	FTSE 100	GBP	0.882	51%	0.63
Sara Lee	S&P 500	USD	0.738	21%	0.64
Uniq	FTSE 100	GBP	0.478	31%	0.39
Cranswick	FTSE 100	GBP	0.666	22%	0.54
AVERAGE			0.70		0.61

1) Source: Bloomberg

2) Capital Structure: Net Debt / Market Cap

Origin

Company	Beta-Index	Currency	Adjusted Beta ¹⁾	Capital Structure ²⁾	Unlevered Beta
Associated British Foods	FTSE 100	GBP	0.605	12%	0.55
George Weston	TSX Composite Index	CAD	0.624	79%	0.39
Austevoll	OBX Stock Index	NOK	0.641	35%	0.49
Nutreco	Amsterdam Exch. Index	EUR	0.743	17%	0.65
Glanbia	Irish Overall Index	EUR	0.429	15%	0.38
Carr's Miling Industries	FTSE 100	EUR	0.397	47%	0.29
Yara International	OBX Stock Index	NOK	0.889	6%	0.84
K+S	DAX Index	EUR	1.208	7%	1.15
Northern Foods	FTSE 100	GBP	0.882	51%	0.63
Donegal Creameries	Irish Overall Index	EUR	0.277	29%	0.22
AVERAGE			0.67		0.56

1) Source: Bloomberg

2) Capital Structure: Net Debt / Market Cap

Appendice 3 : Liste des abréviations / Glossaire

Ambient Food	Denrées alimentaires qui peuvent être stockées à température ambiante
Analyse Compco	Méthode d'évaluation basée sur une comparaison avec des sociétés cotées comparables
Bêta	Facteur de risque relatif aux fonds propres
BP / bp	Point de base / basis point
COPA	Commission des offres publiques d'acquisition
DCF	Discounted Cash Flow
FCF	Free Cash Flow (avant intérêts sur capitaux étrangers); utilisé comme excédent financier dans l'évaluation DCF
EBIT	Résultat d'exploitation avant charges d'intérêts et impôts
EBITDA	Résultat d'exploitation avant charges d'intérêts, impôts et amortissements
Free Float	Flottant
LTM	Last twelve months (résultat basé sur les données financières publiées des derniers 12 mois)
Valeur résiduelle	Valeur de l'entreprise à la fin de la période de planification
Valeur d'entreprise brute	Valeur d'une société avant déduction des fonds étrangers portant intérêts (le cas échéant apurée de la liquidité excédentaire)

Expertise Hiestand Holding AG

Valeur d'entreprise nette	Valeur d'une société après déduction des fonds étrangers portant intérêts ; correspond à la valeur des fonds propres
Value Driver	Paramètre d'estimation qui a une influence prépondérante sur le résultat de l'évaluation DCF
WACC	Weighted Average Cost of Capital (coût pondéré des capitaux totaux comprenant les coûts des fonds propres et étrangers)