

Attestation d'équité : Acino Holding SA

25 septembre 2013

Confidentiel



Building a better
working world

Stefan Rösch-Rütsche
Partner

Transaction Advisory Services
T +41 58 286 8536
M +41 58 289 6433
F +41 58 286 3004
E stefan.rosch@ch.ey.com

Louis Siegrist
Partner

Transaction Advisory Services
T +41 58 286 2131
M +41 58 289 2131
F +41 58 286 3004
E louis.siegrist@ch.ey.com

Sommaire

Introduction

3

Description de l'entreprise

1. Situation initiale.....	4
2. Mandat et procédure d'évaluation.....	5
	7

Procédure d'évaluation

3. Entreprises.....	8
4. Résultat de l'activité d'exploitation.....	10
5. Secteur	11
	15

Réflexions en matière d'évaluation

6. Procédure d'évaluation.....	16
	17

Evaluation globale / attestation d'équité

7. Analyse de cours de l'action et estimations des analystes	18
8. Méthode DCF.....	21
9. Méthode de la valeur de marché.....	33
	35

Annexe

10. Evaluation globale / attestation d'équité.....	36
	37
11. Annexe A : Abréviations	38
12. Annexe B : Bases de l'évaluation.....	40
13. Annexe C : Groupe de comparaison	41

Introduction

1. Situation initiale
2. Mandat et procédure d'évaluation

Situation initiale

Situation initiale

- ▶ Acino Holding SA (Acino ou société cible) est une société enregistrée conformément au droit suisse et ayant son siège à Aesch dans le canton de Bâle-Campagne.
- ▶ Les actions nominatives d'Acino sont cotées à la bourse suisse SIX Swiss Exchange depuis 1994 (Reuters Ticker : ACIN.S). Au 25 septembre 2013, il y avait 3 460 000 actions nominatives cotées en bourse ayant chacune une valeur nominale de CHF 0.40. Le portefeuille d'actions propres est constitué de 10 501 actions (affectées aux plans d'intéressement). Selon la SIX Swiss Exchange, le flottant atteint 92,41 %.
- ▶ Pharma Strategy Partners Sàrl, Reinach BL, Suisse (soumissionnaire ou Pharma Strategy Partners), envisage de présenter, vraisemblablement le 4 octobre 2013, une offre publique pour Acino (offre). L'offre porte sur l'ensemble des actions nominales cotées d'Acino.
- ▶ L'offre de Pharma Strategy Partners portant sur les actions d'Acino en circulation est un paiement en numéraire de CHF 115 pour chaque action nominative ayant une valeur nominale de CHF 0.40.

Mandat

Mandat

- ▶ Le Conseil d'administration d'Acino (« Conseil d'administration ») a chargé Ernst & Young SA Suisse (EY ou nous) d'établir une attestation d'équité. Cette attestation d'équité permet de vérifier l'adéquation financière de l'offre de Strategy Partners.
- ▶ L'attestation d'équité est un avis neutre qui doit garantir aux membres du Conseil d'administration ainsi qu'aux actionnaires d'Acino que le prix d'acquisition proposé par action nominative est équitable et approprié d'un point de vue financier.
- ▶ L'attestation d'équité ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'achat. Elle ne comporte aucune estimation des répercussions entraînées par une acceptation ou un refus de l'offre, ni aucune déclaration concernant la valeur future d'une action d'Acino et du prix auquel les actions d'Acino non livrées pourront se négocier à l'avenir.
- ▶ Etant donné que notre évaluation repose essentiellement sur des informations de l'entreprise considérée, notre responsabilité se limite à l'analyse et à l'évaluation diligente et professionnelle des informations mises à notre disposition. Par ailleurs, il nous a été confirmé par Acino que cette dernière n'a connaissance d'aucun fait ou circonstance selon lesquels les informations mises à disposition seraient trompeuses, inexactes ou incomplètes.
- ▶ L'attestation d'équité peut être rendue publique.

Procédure d'évaluation

Procédure d'évaluation

- ▶ EY a procédé à ses propres estimations de valeur pour l'évaluation financière de l'offre d'achat portant sur les actions nominatives d'Acino. Cette attestation d'équité comporte pour l'essentiel les étapes de travail suivantes :
 - demande d'informations pertinentes
 - analyse des informations obtenues d'Acino
 - réalisation d'entretiens avec des responsables (Conseil d'administration et Direction d'Acino). L'évaluation repose sur les hypothèses du plan d'affaire de la Direction d'Acino. Dans le Scénario 2 les écarts par rapport à l'hypothèse initiale seront ajustés et des ajustements additionnels pour les risques en rapport avec des nouveaux produits et leur commercialisation vont être effectués. Les hypothèses concernant l'année résiduelle n'étaient pas incluses dans le plan d'affaire. En accord avec la Direction, nous avons émis des hypothèses concernant l'année résiduelle. Pour obtenir des informations plus détaillées sur les ajustements des risques ainsi que sur les hypothèses pour l'année résiduelle voir le chapitre Méthode DCF
 - estimations de valeur portant sur Acino grâce à des analyses du cours de l'action et des méthodes d'évaluation appropriées
 - évaluation de l'offre par un comité d'EY chargé d'établir l'attestation d'équité.

- ▶ Nous avons réalisé la présente attestation d'équité en empruntant la perspective de l'ensemble des actionnaires publics. Cette analyse ne tient pas compte des conséquences fiscales ou autres que l'acceptation de l'offre publique d'achat pourrait avoir sur la situation individuelle des actionnaires. Une telle prise en compte n'est pas envisageable en raison de la diversité des conditions dans lesquelles se trouvent les différents actionnaires.

Description de l'entreprise

1. Entreprises
2. Résultat de l'activité d'exploitation
3. Secteur

Entreprises

Logo de l'entreprise

Source: Acino



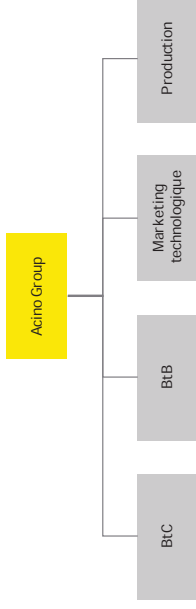
Acino

- ▶ Acino est une entreprise pharmaceutique à vocation internationale dont les racines remontent à 1836. L'entreprise a son siège à Aesch dans le canton de Bâle-Campagne, emploie actuellement 788 collaborateurs et a réalisé un chiffre annuel de EUR 257,1 mio en 2012 et de EUR 143,4 mio au cours du premier semestre 2013.
- ▶ L'entreprise est cotée à la bourse suisse SIX Swiss Exchange (SIX : ACIN) et est spécialisée dans la fabrication et la vente de produits pharmaceutiques sur ordonnance sous formes posologiques innovatrices. Plusieurs acquisitions ont eu lieu depuis l'introduction en bourse. Les acquisitions importantes sont présentées ci-après de manière chronologique.
 - 2004: Cimex Pharma AG, fournisseur suisse de formes posologiques orales complexes
 - 2006: Novosis AG, deuxième plus grand fabricant de pansements transdermiques et d'implants biodégradables en Europe
 - 2012: acquisition du site de production et de R&D de Mepha, ainsi que des divisions Moyen-Orient et Afrique du Nord (MENA), Afrique, Amérique latine et Asie de Mepha.
- ▶ Par des acquisitions ciblées, Acino a focalisé ses activités dans le domaine des technologies de formulation sophistiquées (Advanced Drug Delivery). Aujourd'hui, Acino est leader technologique dans le domaine Advanced Drug Delivery et s'est focalisée sur les formes orales à libération modifiée, les formes orales dispersibles, les systèmes transdermiques et les formes parentérales pour lesquelles Acino possède également de propres brevets.
- ▶ Depuis le 30 juin 2013, les sociétés suivantes font partie du périmètre de consolidation d'Acino
 - Acino Pharma SA, Liesberg, Suisse (100 %, entièrement consolidée)
 - Acino Supply SA, Aesch, Suisse (100 %, entièrement consolidée)
 - Acino AG, Miesbach, Allemagne, (100 %, entièrement consolidée)
 - Mepha Pharma GmbH, Lörrach, Allemagne (100 %, entièrement consolidée)
 - Acino France SAS, Alfortville, France (100 %, entièrement consolidée)
 - Acino Pharma Inc., Bridgewater New Jersey, USA (100 %, entièrement consolidée)
 - Acino Latino-Americana S.A., Panama City, Panama (100%, entièrement consolidée)
 - Glochem Industries Ltd., Inde (25,4 %, Equity Methode)

Entreprises

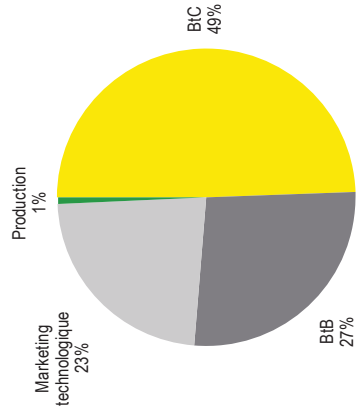
Segments

Source: Acino



Répartition du chiffre d'affaires par segment au 30 juin 2013

Source: rapport semestriel 2013 d'Acino



Activité commerciale

- Acino est actuellement active dans les quatre segments d'affaires BtC (commercialisation directe/Business to Consumer), BtB (offres de licence/Business to Business), marketing technologique et production.

BtC

- Sous la marque « Acino Switzerland » et via son réseau de distribution, Acino commercialise des médicaments sur les marchés en plein essor dont font partie 80 pays au Moyen-Orient, en Afrique, en Amérique latine et en Asie. La marque est proposée dans le monde, partout où des partenaires ne vendent pas encore les produits pharmaceutiques d'Acino sous leurs marques propres.
- Le segment BtC a gagné en importance par l'achat des sites de production et de R&D de Mepha AG, et des activités du BtC de Mepha AG au Moyen-Orient et Afrique du Nord (MENA), en Amérique latine et en Asie.

BtB

- Acino développe et produit en tant que fabricant en sous-traitance full-service (Contract Manufacturing Organization, CMO) de l'industrie pharmaceutique des médicaments prêts à l'emploi et en accorde les licences à des entreprises pharmaceutiques et à des fabricants de génériques de premier plan à travers le monde.

Marketing technologique

- Dans le segment de marketing technologique, Acino offre aux entreprises de l'industrie pharmaceutique une série de prestations intégrées telles que la recherche et le développement sous contrat, l'assistance dans la gestion des cycles de vie, l'enregistrement, l'emballage, etc., en plus de la production en sous-traitance.

Production

- Le segment production fournit des produits et des prestations aux autres segments.

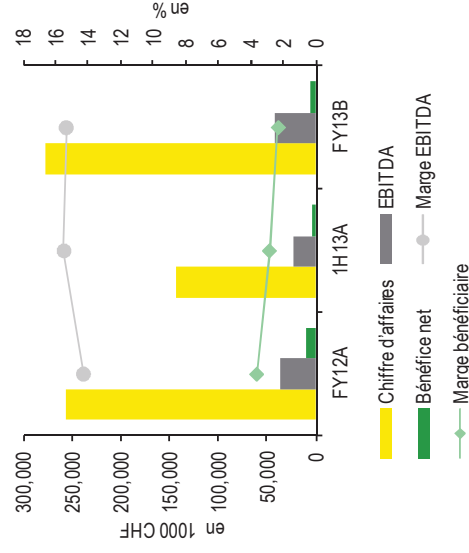
Conclusion

Il est prévu que la part du chiffre d'affaires du marketing technologique baisse nettement et que les segments BtC et BtB gagnent en importance. Acino prévoit que jusqu'en 2015, plus de la moitié du chiffre d'affaires soit générée par le segment BtC. Les segments BtC et BtB sont indiqués pour une évaluation tournée vers l'avenir.

Résultat de l'activité d'exploitation

Chiffres clés 1S13A et FY13B

Source : rapport semestriel 2013, plan d'affaires



Exercice 2012

- ▶ Grâce aux parts de société de Mepha/Cephalon acquises en 2012, Acino a pu faire passer son chiffre d'affaires d'EUR 134,9 mio pour l'exercice FY11A à EUR 257,1 mio pour l'exercice FY12A. L'EBITDA a également augmenté de 43 % pour atteindre EUR 36,8 mio. Au cours de l'exercice FY12A, Acino a réalisé un bénéfice opérationnel d'EUR 8,9 mio et un bénéfice net d'EUR 9,4 mio (marge bénéficiaire de 3,7 %). Le bénéfice net plus élevé par rapport au bénéfice opérationnel résulte surtout d'un report de pertes fiscales (résultant de la reprise des activités d'Iclaprim en 2009).

1S 2013

- ▶ Au cours du premier semestre 2013, Acino a obtenu un chiffre d'affaires d'EUR 143,4 mio, un EBITDA d'EUR 22,2 mio (marge EBITDA de 15,5 %) et un bénéfice net d'EUR 4,1 % (marge bénéficiaire de 2,9 %). Voir le graphique ci-contre.
- ▶ Par rapport à l'exercice précédent (période de comparaison : 1S 2012) le chiffre d'affaires du groupe a augmenté de 11 % et l'EBITDA de 36 %. La forte croissance dans le segment BtC a compensé la plus faible évolution du chiffre d'affaires dans le segment BtB et a particulièrement contribué au résultat. Comme au cours de l'exercice 2012, les chiffres d'affaires et les bénéfices plus élevés sont surtout dus aux acquisitions réalisées en 2012. La marge EBITDA s'est améliorée par rapport à la période de comparaison, passant de 12,7 % à 15,5 %. Les coûts de R&D et les FVAG (frais de vente, frais d'administration et frais généraux), tout comme le nombre plus réduit de salariés, ont contribué à cette amélioration.

Budget 2013

- ▶ Selon le budget 2013 actuel (état de septembre 2013), un chiffre d'affaires d'EUR 277,0 mio, un EBITDA d'EUR 42,5 mio et un bénéfice net d'EUR 6,4 mio (marge bénéficiaire 2,3 %) sont attendus. Pour comparaison, voir le graphique ci-contre.

Secteur

Evolution du marché par secteur

- ▶ Dans les activités CMO à travers le monde, Acino a acquis une expertise sur le marché à forte croissance des nouvelles formules à libération (Drug Delivery). En plus de nouvelles formules orales, la société propose aussi des systèmes transdermiques et parentéraux innovateurs.
 - Le volume du marché international des formules de libération médicamenteuse (Global Drug Delivery Market) est actuellement estimé à plus de EUR 100 mrd. L'estimation se rapporte aux chiffres d'affaires réalisés par l'industrie sur les produits prêts à l'emploi. Les experts du secteur prévoient que ces segments de médicaments auront un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de plus de 5 %.
 - Un volume de marché de plus de EUR 20,0 mrd. est attendu pour le segment des applications transdermiques dans lequel Acino est active avec un large assortiment. Pour les prochaines années, un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de plus de 10 % est attendu dans ce segment de marché.
- ▶ En plus de cela, Acino est active dans la pure fabrication en sous-traitance de produits pharmaceutiques. Ce marché mondial a eu un volume estimé de plus d'EUR 30,0 mrd. en 2011, enregistrant une forte croissance dans le segment des génériques alors que la pression sur les prix était constante.

Evolution du marché par pays

- ▶ Dans les segments BtB et le marketing technologique, Acino est surtout active dans l'espace européen. Le segment BtC se focalise par contre sur les pays émergents tels que l'Iraq, l'Arabie Saoudite, les Emirats Arabes Unis, l'Equateur, etc.
- ▶ Les activités européennes sont caractérisées par une forte pression sur les prix et les marges. D'une part, la forte consolidation du côté des acheteurs (fabricants de génériques) fait que i) la production soit de plus en plus réalisée en interne et ii) leur pouvoir d'achat augmente en raison de la taille de l'entreprise. D'autre part, les mesures d'austérité prises dans le secteur de la santé par les gouvernements font que les appels d'offre (Tender) pour l'achat de médicaments soient sans cesse plus nombreux et plus importants du côté des caisses-maladie.
- ▶ Dans les pays émergents, le secteur de la santé est souvent peu réglementé. Les assurances-maladie y sont rares et lorsqu'il y en a, ce sont souvent des caisses-maladies pour clients aisés qui ne subissent qu'une faible pression sur les coûts. Dans la plupart des cas, les produits ne sont pas soumis à ordonnance et peuvent directement être demandés en pharmacie par le client.
- ▶ La classe moyenne en pleine croissance, en particulier, valorise la bonne qualité des produits pharmaceutiques. Les clients sont prêts à payer plus pour les produits de qualité provenant de l'Europe et des

Secteur

Etats-Unis que pour les produits en provenance de l'Inde ou de la Chine. Une loyauté envers les marques peut être observée.

Opportunités et risques

Opportunités

- ▶ Les opportunités suivantes peuvent être identifiées dans le segment BtC pour Acino :
 - Potentiel de croissance en raison de la croissance de la classe moyenne et du grand nombre de pays.
 - Potentiel de croissance grâce au signe distinctif « Qualité suisse » : les produits d'Acino sont majoritairement fabriqués dans l'UE et les API (Active Pharmaceutical Ingredients) proviennent d'abord de l'Europe.
 - Potentiel de croissance dû à la forte loyauté des clients envers les marques ainsi que l'image de marque d'Acino : Acino possède dans les pays émergents des marques d'entreprise et de produits propres qui sont synonymes de grande qualité pour les clients.
 - Faible pression sur les coûts : le BtC est caractérisé par la petite taille des marchés mais de bonnes marges, car les clients sont prêts à payer pour la qualité.
 - Investissements dans la recherche et le développement : investissements en vue d'acquisitions supplémentaires de licences.
 - Avantage du pionnier grâce à un réseau de distribution établi et un personnel compétent sur place.
 - Réduction des coûts suite à l'expiration de certains contrats de distribution.
- ▶ Les opportunités suivantes peuvent être identifiées dans les segments BtB et marketing technologique :
 - Focalisation sur les clients spécialisés et développement des niches technologiques afin de réduire la pression sur les marges.
 - Investissement dans la recherche et le développement : investissements dans le but de poursuivre le développement des technologies.

Risques

- ▶ Les risques suivants ont été identifiés dans le segment BtC :
 - Risque politique, car Acino est actif dans des pays émergents. Mais réduction du risque politique car activités dans plus de 80 pays.
 - Les ressources limitées en personnel peuvent causer des retards lors de l'acquisition de licences pour des nouveaux produits dans les pays déjà couverts et de licences pour les produits existants dans les nouveaux pays.

Opportunités et risques

- Corruption dans les pays émergents. Mais réduction du risque par des formations appropriées en gouvernance d'entreprise.
- Risque d'imitation du modèle d'affaires. Cependant, Acino a un avantage en tant que pionnier sur le marché. La constitution du savoir-faire, les réseaux de distribution et les ressources demandent beaucoup de temps dans les pays en développement. En outre, les enregistrements peuvent durer entre neuf mois et trois ans dans ces pays.
- ▲ Les risques suivants ont été identifiés dans les segments BtB et marketing technologique :
 - Pression constante ou renforcée sur les marges en raison des processus d'appel d'offre répandus et de la consolidation des entreprises pharmaceutiques et des fabricants de génériques.
 - Risque que les entreprises pharmaceutiques et les fabricants de générique produisent en interne et sous-traitent moins.
 - Risque lié aux coûts de pré-commercialisation lors des projets de coopération avec Bayer. Les investissements sont cependant couverts en grande partie par un amortissement ferme payé par Bayer. Dans le cadre du projet de coopération Acino va fabriquer des patches pour le compte du client Bayer. Dans ce but, Acino a construit une nouvelle installation de fabrication en Allemagne. Dans le cas où les patches ne seraient pas commercialisés, Acino sera compensé par Bayer pour la majeure partie des coûts d'investissements.

Procédure d'évaluation

1. Procédure d'évaluation

Procédure d'évaluation

Méthodes d'analyse et d'évaluation appliquées

Item
Cours de l'action et estimations de l'objectif de cours par les analystes
Méthode du cash-flow actualisé (DCF)
Méthode de la valeur de marché (Trading Multiples et Transaction Multiples)

Sources : EY

Principes

- ▶ L'objectif de l'évaluation est de déterminer la valeur d'une action nominative d'Acino, y compris des sociétés qui en font partie, au 25 septembre 2013.
- ▶ Le nombre total d'actions nominatives enregistrées d'Acino est de 3 460 000 ayant chacune une valeur nominale de CHF 0.40. Le portefeuille d'actions propres est constitué de 10 501 actions. Mais ces actions propres sont affectées aux plans d'intéressement et peuvent être proposées dans le cadre de l'offre. C'est pourquoi 3 460 000 actions sont prises en compte lors du calcul de la valeur de l'action nominative.

Méthode

- ▶ En règle générale, le cours boursier d'une société cotée constitue la meilleure indication de sa valeur. Cela suppose toutefois que le marché soit suffisamment liquide. Comme indiqué au prochain chapitre, c'est le cas pour Acino. Le marché des actions Acino est liquide au sens du droit de reprise. Le cours boursier de l'action Acino est par conséquent bien indiqué pour évaluer l'équité de l'offre publique d'achat.
- ▶ Afin d'étayer notre analyse, nous utilisons pour l'évaluation d'Acino le cours boursier ainsi que des méthodes d'analyse et d'évaluation supplémentaires. Celles-ci sont énumérées dans le tableau ci-contre.

Conclusion

Sur la base des résultats des diverses méthodes d'évaluation, nous avons calculé une fourchette pour la valeur de marché équitable de l'action nominative d'Acino.

Pour une évaluation financière équitable, l'offre publique d'achat de la soumissionnaire doit se situer dans ou au-delà de cette fourchette.

Réflexions en matière d'évaluation

1. Analyse de cours de l'action et estimations des analystes
2. Méthode DCF
3. Méthode de la valeur de marché

Analyse du cours de l'action

Cours de l'action au 25 septembre 2013	
Devise : CHF	
VWAP (60)	74.9
Cours actuel	77.0
Cours le plus haut en 52 semaines (4 décembre 2012)	119.5
Cours le plus bas en 52 semaines (23 août 2013)	67.0
Cours actuel en % du cours le plus haut en 52 semaines	64.4 %
Cours actuel en % du cours le plus bas en 52 semaines	114.9 %

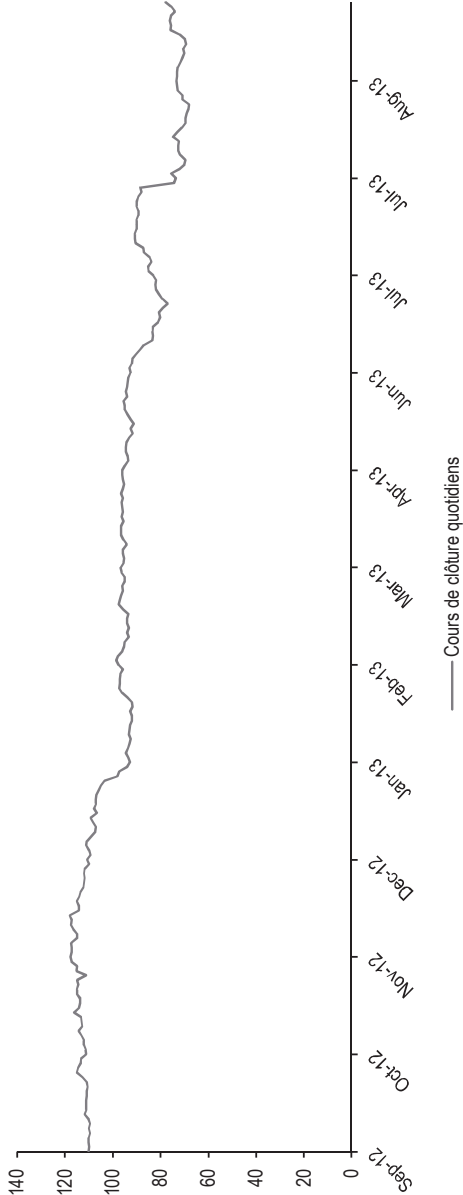
Source : Capital IQ

Analyse du cours de l'action

- L'illustration ci-après montre l'évolution historique du cours de l'action sur une période d'observation de 52 semaines. Le cours de clôture de l'action nominative Acino était de CHF 77.0 au 25 septembre 2013.
- Le cours le plus élevé atteint durant la période d'observation était de CHF 119.5 (4 décembre 2012). Quant au cours le plus bas, il s'est établi à CHF 67.0 (23 août 2013).
- Au 25 septembre 2013, le cours moyen pondéré selon le volume (CMPV 60) s'établit à CHF 74.9.

Evolution du cours de l'action depuis le 25 septembre 2012

Source : Capital IQ



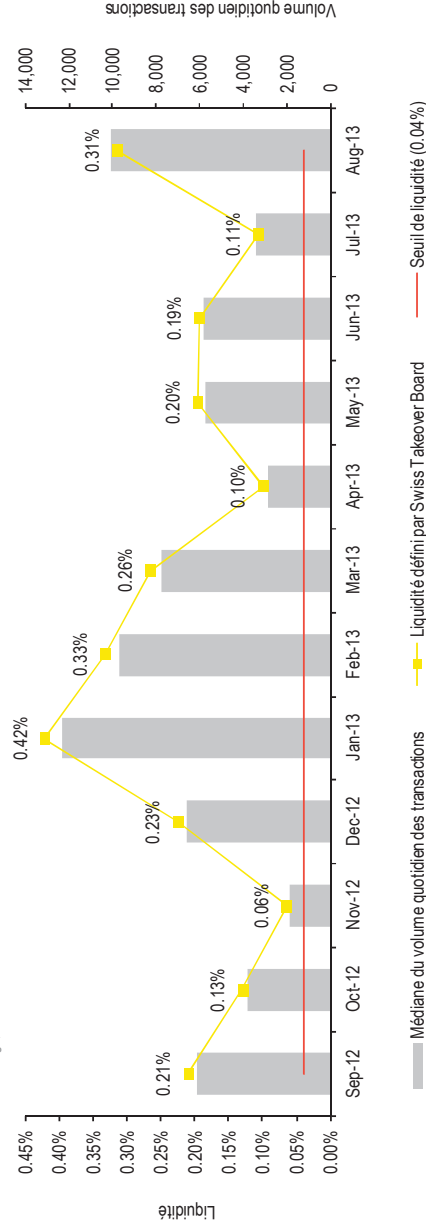
Analyse du cours de l'action

Analyse du volume des transactions et de la liquidité

- Le graphique ci-dessous montre le volume des transactions et la liquidité de l'action Acino depuis le 1^{er} septembre 2012. L'analyse du volume des transactions et de la liquidité montre que pendant la période d'observation allant du 1^{er} septembre 2012 au 31 août 2013, des transactions ont été enregistrées pour tous les jours de négoce et que le volume des transactions se situait à chaque mois au-dessus du seuil de liquidité (0,04 % tel que défini par la Commission des offres publiques d'acquisition. Voir en particulier la circulaire n° 2 « Liquidité au sens du droit des OPA »).
- L'analyse de la liquidité repose sur les données du SIX Swiss Stock Exchange.

Volume des transactions et liquidité depuis le 1^{er} septembre 2012

Source: SIX Swiss Stock Exchange, EY



Conclusion

- En raison de la liquidité des actions Acino, nous avons accordé une grande importance au cours boursier lors de l'évaluation de l'équité financière de l'offre publique d'achat.

Conclusion

Nous avons accordé une grande importance au cours boursier de l'action nominative d'Acino lors de l'évaluation de l'équité de l'offre publique d'achat. Le VWAP (60) au 25 septembre 2013 est de CHF 74.9.

Estimations de l'objectif de cours par les analystes

Objectif de cours au 31 juillet 2013

Analystes	CHF
Banque Vontobel	84.00
Helvea	80.00
Banque cantonale Zurich	80.00

Source: EY

Estimations de l'objectif de cours par les analystes

- ▶ Lors de la conférence de presse sur les chiffres semestriels 2013, les analystes de la Banque Vontobel, de Helvea et de la Banque cantonale de Zurich ont revu leurs prévisions à la baisse à cause d'un avertissement sur les bénéfices.
- ▶ Selon les rapports des analystes du 31 juillet 2013, l'objectif de cours actuel d'une action nominative Acino se situe entre CHF 80.00 et CHF 84.00. Les objectifs de cours des analystes affichent un écart théorique de 3,9 à 9,1 % par rapport au cours réel de l'action s'élevant à CHF 77.0 au 25 septembre 2013.

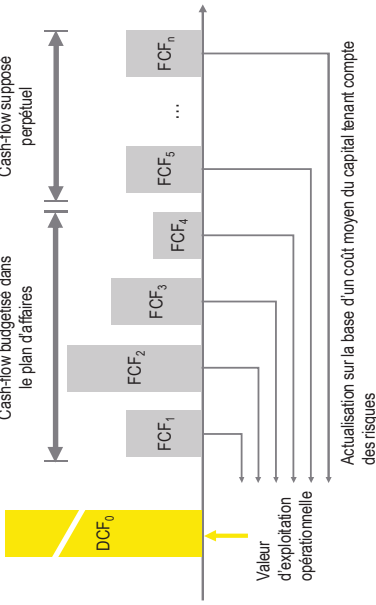
Conclusion

Selon les rapports des analystes du 31 juillet 2013, la valeur de l'action nominative d'Acino est estimée entre CHF 80.00 et CHF 84.00.

Méthode DCF

Méthode DCF

Source: EY



Méthode DCF

- La méthode DCF détermine la valeur opérationnelle d'une entreprise grâce à l'escompte des futurs cash-flows libres planifiés avec le coût moyen pondéré du capital (weighted average cost of capital, WACC).
- Les cash-flows libres qui en sont déduits décrivent les flux financiers avant les activités de financement et donc les cash-flows mis à la disposition des bailleurs de fonds propres et de capitaux empruntés. C'est la raison pour laquelle la valeur de marché du capital emprunté doit être déduite de la valeur opérationnelle de l'entreprise pour l'évaluation des fonds propres.
- Dans le cadre de la méthode DCF, une hypothèse concernant un cash-flow libre durable, utilisé pour déterminer la valeur résiduelle, est émise après la période du plan d'affaires s'il y a lieu d'admettre une poursuite de l'activité commerciale. Cette valeur résiduelle inclut la valeur de tous les cash-flows futurs qui suivent la période du plan d'affaires.

Hypothèses

- Les hypothèses générales suivantes ont été posées pour l'évaluation:
 - Date de l'évaluation: 25 septembre 2013. Pour le calcul des coûts du capital le 25 septembre 2013 a été pris en compte. Le plan d'affaire de la Direction date de septembre 2013. Pour le calcul des engagement financier et l'investissement dans l'ACN, nous avons choisi le 30 juin 2013 comme date de l'évaluation car c'est à ce jour de référence que nous avons pu recourir aux chiffres d'affaires d'Acino. Toutes les informations que nous connaissons et étant importante pour l'évaluation au 25 septembre 2013 ont été prises en compte dans le cadre de l'attestation d'équité.
 - Période de planification : de 2013 à 2015, plus valeur résiduelle
 - Monnaie : EUR
 - Taux d'imposition : taux fiscal effectif de 20,26 % (Aesch, canton de Bâle-Campagne)
 - Taux de change EUR/CHF au 25 septembre 2013 : 1,229

Plan d'affaires

- L'évaluation au 25 septembre 2013 repose sur le plan d'affaires établi par la Direction d'Acino. Le plan d'affaires comprend de deuxième semestre 2013, l'exercice 2014 et l'exercice 2015. La période de planification coïncide avec les périodes de planifications choisies dans les rapports d'analyse sur Acino. Le deuxième semestre 2013 a été calculé d'après la différence entre les prévisions pour FY13F et les chiffres

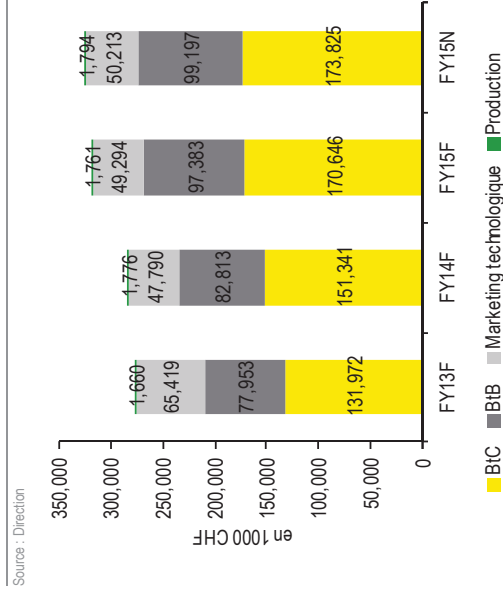
Hypothèses de base du plan d'affaires

Position en %	Période de planification moyenne	Année résiduelle
Scénario 1 – valeurs non ajustées		
Croissance du chiffre d'affaires	7,5	1,9
Marge EBITDA	18,6	22,6
Investissement dans l'ACN en % du chiffre d'affaires	(2,7)	(0,6)
Capex en % chiffre d'affaires	(9,7)	(7,8)
Scénario 2 – valeurs ajustées en fonction du risque		
Croissance du chiffre d'affaires	5,5	1,9
Marge EBITDA	18,0	20,8
Investissement dans l'ACN en % du chiffre d'affaires	(2,0)	(0,6)
Capex en % chiffre d'affaires	(9,8)	(8,2)

Source : Direction, EY

Méthode DCF

Scénario 1 – Croissance du chiffre d'affaires par segment



semestriels pour juin 2013. Les hypothèses de base du plan d'affaires sont indiquées dans le tableau ci-contre et décrits ci-après.

Scénarios

- ▲ L' évolution du chiffre d'affaire des entreprises pharmaceutiques est fortement dépendante du développement réussi de nouveaux produits et du succès de leur commercialisation. La probabilité de la réussite d'un développement et d'une commercialisation est difficile à estimer. En général, il faut considérer que dans l'industrie pharmaceutique, plus que dans d'autre secteurs industriels, certain produits ne sont pas sujet à un développement ou une commercialisation réussie et peuvent mener à des retards de développement et commercialisation et par conséquent ne pas mener aux chiffres d'affaires espérés.
- ▲ Afin de considérer ce risque dans l'évaluation, deux scénarios ont été pris en compte dans le calcul DCF. Le Scénario 1 repose sur le plan d'affaire de la Direction, qui n'est que en partie pondéré en fonction des risques. En conséquence, afin de prendre en compte les risques évoqués ci-dessus concernant le développement et la commercialisation de nouveaux produits, des ajustements additionnels du risque ont été établies dans le Scénario 2.

Chiffre d'affaires

- ▲ Les chiffres d'affaires attendus selon le plan d'affaires repose sur un calcul des volumes et chiffres d'affaires par produit et par segment, établi par la Direction. Outre les chiffres d'affaires résultant des produits déjà existants et bénéficiant d'une licence, le plan d'affaires inclut également des chiffres d'affaires pour de nouveaux produits possibles et pour de nouveaux lancements de produits existants dans d'autres pays (« new launches »).

Scénario 1

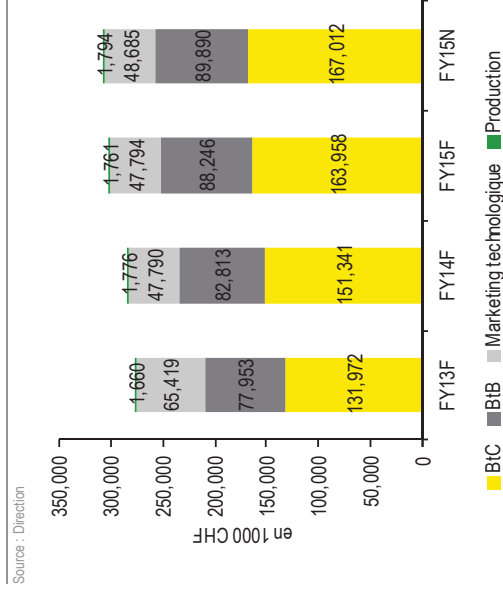
- ▲ Dans le scénario 1, le plan d'affaires de la Direction a été repris sans changement pour le calcul DCF à l'intérieur de la période de planification explicite de 2013 à 2015. Il en résulte une croissance moyenne attendue du chiffre d'affaires de 7,5 % (CAGR) durant la période de planification. Le chiffre d'affaire attendu s'élève à EUR 277,0 mio pour FY13F, à EUR 283,7 mio pour FY14F et à EUR 319,1 mio pour FY15F. Le chiffre d'affaires pour le premier semestre 2013 (« 1S13A ») s'est élevé à EUR 143,4 mio. La ventilation des chiffres d'affaires par segment est présentée ci-contre.
- ▲ Dans le segment BtC, une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 21,8 % (CAGR) est attendue selon le plan d'affaires pour la période de planification de FY13F à FY15F. Ce segment est le principal moteur de chiffre d'affaires dans la période de planification. Selon la Direction, le segment BtC est un segment jeune, qui a grandi et gagné en importance grâce en particulier à l'acquisition des affaires Mepha. Ce segment est considéré par la Direction comme solide et mesurable. Il est estimé comme le segment le plus attrayant comparé aux autres segments.

Méthode DCF

- ▶ Dans le segment BtB, une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 4,7 % (CAGR) est attendue selon le plan d'affaires pour la période de planification de FY13F à FY15F. Le segment BtB est un segment bien établi, qui est cependant caractérisé, selon la Direction, par une pression croissante sur les marges et par des consolidations. La Direction s'attend par conséquent à une croissance minimale dans ce segment.
- ▶ Dans le segment de marketing technologique, une diminution moyenne du chiffre d'affaires de 13,4 % (CAGR) est attendue selon le plan d'affaires pour la période de planification de FY13F à FY15F. De même que le segment BtB, le segment de marketing technologique est marqué par une pression croissante sur les marges. En outre, il faut s'attendre à une baisse de production en ce qui concerne les produits pour Teva. D'une manière générale, la Direction ne considère pas le segment de marketing technologique comme un moteur de croissance. Ce segment génère plutôt une contribution de couverture et aide dans l'ensemble à atteindre une certaine taille critique.

Méthode DCF

Scénario 2 – Ventilation des chiffres d'affaires par segment



Scénario 2

- Dans le scénario 2, le plan d'affaires de la Direction (scénario 1) a été corrigé pour FY15A. Cet ajustement de valeurs a pour objet une prise en compte, discutée avec la Direction, des risques liés aux chiffres d'affaires pronostiqués pour les « nouveaux produits » et les « new launches ». Les chiffres du plan d'affaires pour FY13F et FY14F sont déjà ajustés en fonction du risque selon la Direction.
- Il en résulte une croissance moyenne attendue du chiffre d'affaires de 5,5 % pour la période de planification. Le chiffre d'affaire attendu s'élève à EUR 277,0 mio pour FY13F, à EUR 283,7 mio pour FY14F et à EUR 301,8 mio pour FY15F. La ventilation des chiffres d'affaires par segment est présentée ci-contre pour le scénario 2.
- Dans le segment BtC, une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 20,2 % (CAGR) est attendue selon le scénario 2 pour la période de planification de FY13F à FY15F. Pour FY15F, une déduction de risques a été estimée pour les « nouveaux produits » et les « new launches », afin de tenir compte des risques liés en particulier aux retards lors de l'introduction de nouveaux produits.
- Dans le segment BtB, une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 1,3 % (CAGR) est attendue selon le plan d'affaires pour la période de planification de FY13F à FY15F. Comme dans le segment BtC, une déduction de risques a été prise en compte dans la catégorie des « new launches ». Cet ajustement tient compte des risques liés à des retards lors de l'introduction des produits sur le marché ainsi que du risque qu'un produit ne puisse pas être introduit sur le marché.
- Dans le segment de marketing technologique, une diminution moyenne du chiffre d'affaires de 14,4 % (CAGR) est attendue selon le scénario 2 pour la période de planification de FY13F à FY15F. Dans ce segment également, une déduction de risques a été estimée pour FY15F dans la catégorie des « nouveaux produits » et des « new launches », afin de tenir compte des risques liés en particulier à des retards lors de l'introduction de nouveaux produits ainsi que du risque qu'un produit ne puisse pas être introduit sur le marché.

Méthode DCF

EBITDA

Scénario 1

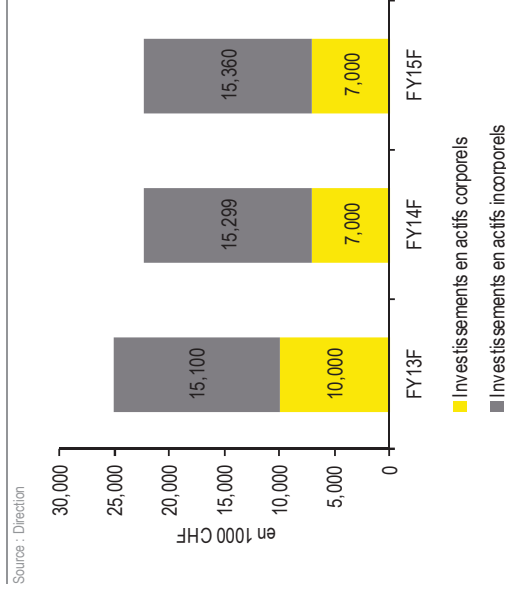
- ▶ Le plan d'affaires de la Direction a été repris sans changement pour le calcul DCF dans la période de planification. Il en résulte une marge EBITDA moyenne de 18,6 % durant la période de planification. L'EBITDA attendu s'élève à EUR 20,3 mio pour le deuxième semestre 2013, à EUR 51,0 mio pour FY14F et à EUR 72,2 mio pour FY15F. Durant le premier semestre 2013, l'EBITDA s'était établi à EUR 22,2 mio.
- ▶ Dans le scénario 1, le calcul de la valeur résiduelle repose sur une marge EBITDA durable de 22,6 %. Cela correspond à la marge EBITDA dans FY15F. Selon Capital IQ, la marge EBITDA moyenne des six dernières années pour Acino est de 20,6 % environ. Reposant sur les données historiques de la marge EBITDA, l'hypothèse d'une marge EBITDA de 22,6% dans le Scénario 1, non pondéré en fonction des risques, nous paraît appropriée.

Scénario 2

- ▶ Lors du calcul de l'EBITDA dans le scénario 2, les éléments de coûts constitués des coûts des produits vendus (« COGS ») et des coûts de vente et de marketing (« Sales & Marketing ») ont été diminués proportionnellement à la baisse du chiffre d'affaires dans le segment concerné. Il a été considéré que des éléments de coûts supplémentaires représentent des coûts fixes et qu'ils persistent par conséquent même en cas de baisse du chiffre d'affaires.
- ▶ Il en résulte dans le scénario 2, pour la période de planification, une marge moyenne EBITDA légèrement inférieure, établie à 18,0 %. L'EBITDA attendu s'élève à EUR 20,3 mio pour le deuxième semestre 2013, à EUR 51,0 mio pour FY14F et à EUR 62,7 mio pour FY15F.
- ▶ Dans le scénario 2, le calcul de la valeur résiduelle repose sur une marge EBITDA durable de 20,8 %. Cela correspond à la marge EBITDA dans FY15F. Considérant la marge moyenne EBITDA des six dernières années d'Acino d'environ 20,6%, l'hypothèse d'une marge EBITDA de 20,8% dans le Scénario 2, pondéré en fonction des risques, nous paraît appropriée.

Méthode DCF

Investissements d'exploitation de FY13F à FY15F



Amortissements / investissements

- Le graphique ci-contre présente le plan d'investissement pour les années FY13F à FY15F. Les amortissements et investissements pour la période de planification ont été repris conformément au plan d'affaires de la Direction. Le même montant d'amortissements et d'investissements a été supposé pour les scénarios 1 et 2.
- La Direction s'attend les prochaines années à des besoins d'investissement entre EUR 22,0 mio et EUR 25,0 mio, dont entre EUR 7,0 mio et EUR 10,0 mio dans des actifs corporels et entre EUR 15,1 mio et EUR 15,4 mio dans des actifs incorporels. Les investissements dans des actifs incorporels correspondent aux coûts de développement capitalisés d'Acino.
- Le calcul des investissements d'exploitation ne tient pas compte des paiements différés du prix d'acquisition, qui arrivent à échéance jusqu'à FY15F. Ces paiements sont pris en considération dans l'analyse DCF en tant que sorties de capital dans les cash-flows des exercices 2S 2013 (0,1 mio), FY14F (CHF 4,6 mio) et FY15F (CHF 4,6 mio). Dans l'approche fondée sur le marché, ces paiements différés de prix d'acquisition sont traités en tant que « debt-like item ».
- Selon la Direction, il existe un niveau d'investissement durable à hauteur de CHF 25,4 mio. En supposant que le capital d'investissement sera conservé à la fin de la période de planification, nous avons établi les amortissements dans le calcul résiduel à un niveau équivalent à ce niveau d'investissement normalisé à long terme.

Investissements dans l'actif circulant net

- Les investissements dans l'actif circulant net (ACN) d'Acino s'établissent pendant la période de planification entre EUR 4,7 mio (FY13F) et EUR 12,5 mio (FY15F) dans le scénario 1 et entre EUR 4,7 mio (FY13F) et EUR 7,0 mio (FY14F) dans le scénario 2. Cela correspond à une part du chiffre d'affaires brut de 32,4 % à 34,2 % dans le scénario 1 et de 32,4 % à 34,1 % dans le scénario 2.
- Afin de déterminer l'ACN dans la valeur résiduelle, nous avons supposé un ACN de 34,2 % du chiffre d'affaires brut dans le scénario 1 et de 34,0 % du chiffre d'affaires brut dans le scénario 2. Cela correspond à l'ACN en pourcentage du chiffre d'affaires brut pour l'année FY15F.

Autres hypothèses importantes pour l'évaluation

Croissance perpétuelle

- L'application de la méthode DCF débouche, après la période de planification, sur une hypothèse concernant un cash-flow libre durable, qui est utilisé pour déterminer la valeur résiduelle. Le calcul de la valeur résiduelle

Méthode DCF

Actifs non liés à l'exploitation

Monnaie : EUR 000	Juin13A
Liquidités non nécessaires à l'exploitation	-
Impôts latents portés à l'actif	6,936
Immobilisations financières	3,900
Entreprises associées (Glochem Industries Ltd.)	3,255
Actifs non liés à l'exploitation	14,091

Source : Direction, EY

Engagements financiers nets

Monnaie : EUR 000	Juin13A
Engagements financiers à court terme	(17,841)
Engagements financiers à long terme	(89,855)
Autres engagements financiers à long terme	(3,369)
Prévoyance professionnelle	(7,746)
Liquidités non nécessaires à l'exploitation	-
Engagements financiers nets	(118,811)

Source : Direction, EY

suppose une croissance perpétuelle des cash-flows. Dans le cas présent, une croissance perpétuelle de 1,86 % est supposée. Cela correspond à un taux d'inflation moyen attendu sur le long terme (source : IHS Global Insight) dans la zone euro, aux Etats-Unis et en Suisse, pondéré selon la ventilation du chiffre d'affaires dans les monnaies respectives EUR, USD et CHF durant l'exercice 2012.

- ▶ Comme Acino réalise une partie de son chiffre d'affaires (en particulier dans le segment BtC) dans des pays émergents et que les prévisions en matière d'inflation sont plus élevées dans ces pays que dans la zone euro, aux Etats-Unis et en Suisse, une croissance perpétuelle plus élevée pourrait être justifiée selon les circonstances. Cet élément est contrebalancé par l'évolution des segments BtB et de marketing technologique, dans lesquels les perspectives de croissance sont minimales voire négatives. C'est pourquoi nous considérons une croissance perpétuelle de 1,86 % comme appropriée.

Actifs non liés à l'exploitation

- ▶ Liquidités non nécessaires à l'exploitation : d'après nos analyses, toutes les liquidités à la date de référence pour l'évaluation sont liées à l'exploitation.
- ▶ Impôts latents portés à l'actif : selon la Direction, il existe au 30 juin 2013 des impôts latents portés à l'actif résultant de reports de pertes pour un montant de EUR 6,94 mio. Il n'existe pas d'autres reports de pertes non portés à l'actif fiscalement utilisables.
- ▶ Immobilisations financières : selon le rapport de gestion, il existe au 30 juin 2013 des immobilisations financières non nécessaires à l'exploitation à hauteur d'EUR 3,9 mio.
- ▶ Investissements dans des entreprises associées : selon le rapport de gestion, il existe au 30 juin 2013 une participation d'EUR 3,3 mio (participation par actions de 24,5 %) dans une entreprise associée (Glochem Industries Ltd.). Cette participation n'est pas nécessaire à l'exploitation.

Engagements financiers nets

- ▶ La valeur des fonds propres est déterminée en déduisant, dans l'évaluation DCF, les engagements financiers nets de la valeur d'entreprise brute. Les engagements financiers nets résultent de la somme des engagements portant intérêt sous déduction des liquidités non nécessaires à l'exploitation.
- ▶ Selon le rapport semestriel, il existe au 30 juin 2013 des engagements portant intérêt à hauteur d'un montant total d'EUR 119 mio.
- ▶ En supposant que toutes les liquidités sont liées à l'exploitation, il résulte au 30 juin 2013 des engagements financiers nets à hauteur d'EUR 119 mio, comme indiqué dans le tableau ci-contre.

Engagements conditionnels

- ▶ Selon la Direction, l'entreprise ne dispose d'aucun engagement conditionnel.

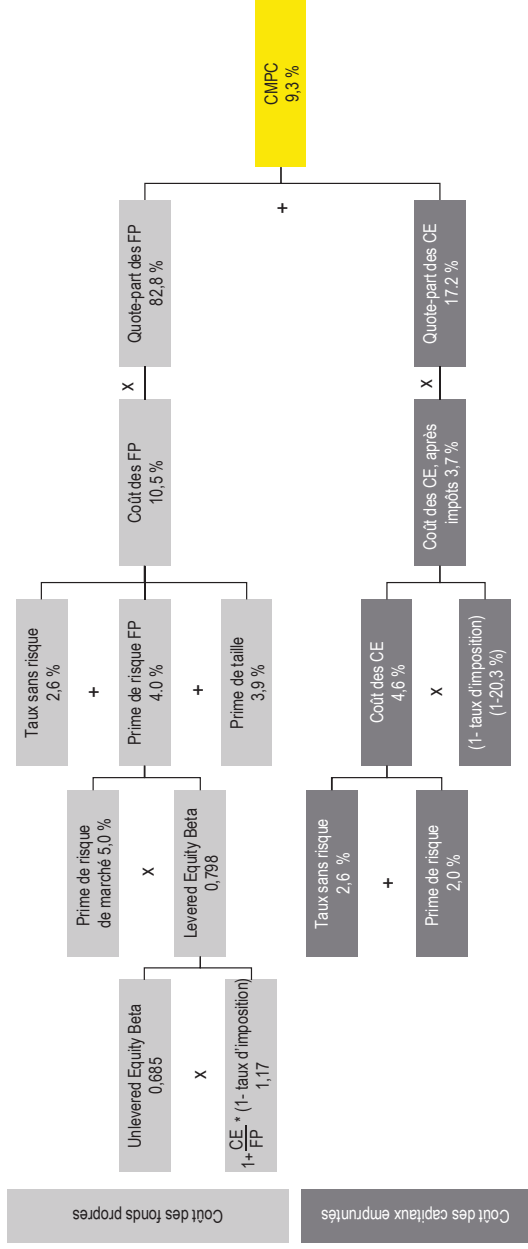
Méthode DCF

Coûts du capital

- Le CMPC décrit l'exigence de rendement pondérée des bailleurs de fonds propres et de capitaux empruntés. Les coûts des fonds propres sont déterminés en fonction du MEDAF. Les coûts des capitaux empruntés ont été corrigés du taux d'imposition de 20,3 % d'Acino. Le CMPC pour Acino est calculé selon la formule illustrée ci-après. Les éléments du CMPC corrigé des impôts sont décrits ci-après.

Schéma de calcul du CMPC corrigé des impôts pour Acino

Source: EY



Méthode DCF

Coûts des fonds propres (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Taux sans risque pondéré	2,6 %	Le taux sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour les placements sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux sans risque contient une prévision concernant la rémunération réelle et l'inflation.	Rendement d'un emprunt d'Etat à dix ans dans la zone euro, en Suisse et aux Etats-Unis au 25 septembre 2013, moyenne historique sur cinq ans, pondéré selon la ventilation du chiffre d'affaires dans les monnaies respectives EUR, USD et CHF durant l'exercice 2012 (Capital IQ)
Bêta « unlevered » ajusté	0,685x	Le bêta reflète le risque systématique d'une action déterminé selon le MEDAF. Les bêtas ont été observés sur le marché des capitaux et sont « unlevered » conformément à la structure de leur capital. Le processus de « unlevering » corrige les bêtas et neutralise les effets induits par la structure différente des capitaux empruntés. Le calcul d'un bêta supérieur a été effectué, car nous considérons un bêta identique pour tous les quatre segments comme approprié. Formule : bêta (unlevered) = bêta ajusté / (1+ CE/FP * (1- taux d'imposition))	Le bêta « unlevered » ajusté repose sur la moyenne du groupe de comparaison ; voir annexe (Capital IQ). Ajusté selon Blume.
Bêta Acino « unlevered » ajusté	0,798x	Pour calculer le risque systématique pour Acino, le bêta « unlevered » ajusté est « relevered » conformément à la structure de capital cible.	Relevering selon Hamada : bêta (relevered) = bêta (unlevered) * (1+ CE/FP * (1- taux d'imposition))
Prime de risque de marché	5,0 %	La prime de risque de marché correspond à la différence entre le rendement du marché des actions sous-jacent et le rendement sans risque de l'emprunt d'Etat correspondant au cours d'une période probante.	Prime de risque de marché moyenne (études de marché).
Prime de taille	3,9 %	Plusieurs études empiriques ont montré qu'en comparaison avec les grandes entreprises, les petites entreprises (en termes de capitalisation) affichaient à long terme un excédent de rendement qui ne s'explique pas via le MEDAF, en d'autres termes le risque systématique. En règle générale, de plus hauts rendements ne sont possibles à long terme que moyennant de plus grands risques. En échange de ces risques plus élevés, les bailleurs de fonds exigent une indemnisation plus importante. Afin de compenser l'exigence de rendement accrue d'une société telle qu'Acino, nous procédons à une majoration correspondante des coûts des fonds propres.	Prime de taille pour Micro-Cap (Ibbotson SBBI Valuation Yearbook 2013 – Morningstar)
Coûts des fonds propres d'Acino	10,5 %		

Source : EY

Méthode DCF

Coûts des capitaux empruntés (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Taux sans risque pondéré	2,6 %	Voir ci-dessus	Voir ci-dessus
Prime de risque pour les CE	2,0 %	Suivant l'honorabilité d'Acino, les bailleurs de CE exigent une prime de risque sur le taux sans risque. La prime de risque a été déterminée sur la base du spread sur le capital emprunté assorti de la note BBB.	Prime de risque de crédit selon l'indice Barclays Global Aggregate Index – BBB
Coûts des capitaux empruntés d'Acino	4,6 %		

Source : EY

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

Composante	Valeur	Explication	Sources
Quote-part des capitaux empruntés	17,2 %	La quote-part des capitaux empruntés décrit la part des capitaux empruntés des entreprises du secteur à la date d'évaluation. Elle permet de pondérer les coûts des capitaux empruntés dans le CMPC.	Structure du capital selon la médiane du groupe de comparaison (Capital IQ)
Quote-part des fonds propres	82,8 %	La quote-part des fonds propres décrit la part des fonds propres du secteur saisie aux valeurs de marché à la date d'évaluation. Elle permet de pondérer les coûts des fonds propres dans le CMPC.	Structure du capital selon la médiane du groupe de comparaison (Capital IQ)
Taux d'imposition d'Acino	20,3 %	Le taux d'imposition correspond au taux d'imposition pour une entreprise à Aesch (Bâle-Campagne). Le taux d'imposition est utilisé dans le processus de « re-levering » pour le calcul du bêta et l'ajustement fiscal des coûts des capitaux empruntés.	Experts fiscaux EY

Source : EY

Méthode DCF

Scénario 1 – Détermination de la valeur d'Acino (DCF)

Monnaie : EUR 000	EUR 000	CHF 000
Valeur actuelle des cash-flows libres (2S13A-FY15F)	39,148	48,126
Valeur actuelle de la valeur résiduelle (dès FY15N)	416,796	512,384
Valeur d'entreprise opérationnelle	455,944	560,510
Engagements financiers nets	(118,811)	(146,059)
Valeur des fonds propres	337,133	414,451
Actifs non liés à l'exploitation	14,091	17,323
Valeur des fonds propres	351,224	431,774
Actions en circulation		
Valeur des fonds propres par action EUR / CHF	3,460,000	3,460,000
	101.5	124.8

Source : Direction, EY

Résultat de l'évaluation d'Acino

- ▲ Sur la base des informations reçues, des entretiens menés avec la Direction et de nos propres réflexions, nous avons déterminé, au moyen de la méthode DCF, une valeur des fonds propres d'EUR 351 mio au 25 septembre 2013 pour le scénario 1 et de EUR 264 mio pour le scénario 2 pondéré en fonction des risques. Avec un taux de change EUR/CHF de 1,229 (au 25 septembre 2013), la valeur des fonds propres s'élève à CHF 432 mio environ pour le scénario 1 et à CHF 324 mio environ pour le scénario 2.
- ▲ Compte tenu des 3 460 000 actions nominatives, on obtient une valeur des fonds propres de CHF 124.8 par action dans le scénario 1 et de CHF 93.8 dans le scénario 2.
- ▲ Les tableaux ci-contre montrent la détermination de la valeur des fonds propres d'Acino au moyen de la méthode DCF pour les scénarios 1 et 2.

Conclusion

Pour Acino, nous déterminons une fourchette comprise entre CHF 93.8 et CHF 124.8 par action nominative.

Scénario 2 – Détermination de la valeur d'Acino (DCF)

Monnaie : EUR 000	EUR 000	CHF 000
Valeur actuelle des cash-flows libres (2S13A-FY15F)	38,470	47,292
Valeur actuelle de la valeur résiduelle (dès FY15N)	330,117	405,826
Valeur d'entreprise opérationnelle	368,587	453,118
Engagements financiers nets	(118,811)	(146,059)
Valeur des fonds propres	249,776	307,059
Actifs non liés à l'exploitation	14,091	17,310
Valeur des fonds propres	263,867	324,382
Actions en circulation	3,460,000	3,460,000
Valeur des fonds propres par action EUR / CHF	76.3	93.8

Source : Direction, EY



Méthode DCF

Analyse de la Sensibilité

- Dans le cadre du calcul DCF une analyse de la sensibilité s'est effectuée en rapport à la valeur des fonds propres par action, où le WACC et la croissance perpétuelle ont subi des variations. L'analyse doit montrer dans quelle mesure la valeur des fonds propres par action varie quand les hypothèses fondamentales de l'évaluation varient.
- Comme présenté dans la table qui suit, la valeur des fonds propres par action dans le Scénario 1 fluctue entre CHF 101.2 et CHF 160.3 quand le WACC varie de +/- 1.0% et la croissance perpétuelle varie de +/- 0.5%.

Scénario 1: Sensitivity

		Croissance perpétuelle				
		0.9%	1.4%	1.9%	2.4%	2.9%
WACC	7.3%	151.1	163.9	179.1	197.3	219.7
	8.3%	127.7	137.0	147.7	160.3	175.1
	9.3%	109.8	116.8	124.8	133.9	144.4
	10.3%	95.8	101.2	107.3	114.1	121.9
	11.3%	84.4	88.7	93.5	98.8	104.7

Source: EY

- Comme présenté dans la table qui suit, la valeur des fonds propres par action dans le Scénario 2 fluctue entre CHF 75.3 et CHF 121.5 quand le WACC varie de +/- 1.0% et la croissance perpétuelle varie de +/- 0.5%

Scénario 2: Sensitivity

		Croissance perpétuelle				
		0.9%	1.4%	1.9%	2.4%	2.9%
WACC	7.3%	115.3	125.1	136.8	150.7	167.8
	8.3%	96.7	103.8	111.9	121.5	132.7
	9.3%	82.5	87.8	93.8	100.6	108.5
	10.3%	71.3	75.3	79.9	85.0	90.8
	11.3%	62.2	65.4	68.9	72.9	77.3

Source: EY



Méthode de la valeur de marché

Evaluation selon la méthode des Trading Multiples fondée sur l'EBITDA FY12A

Monnaie : EUR 000	EBITDA
Base : EBITDA FY12A	36,761
Adaptation R&D (investissement dans des actifs incorporels)	(12,617)
EBITDA FY12A ajusté	24,144
Multiple FY12A	10.3x
Valeur de l'entreprise (hors encaisse et avoirs en banque)	248,762
Encaisse et avoirs en banque	7,108
Valeur de l'entreprise (y c. encaisse et avoirs en banque)	255,870
Engagements financiers nets	(118,811)
Valeur des fonds propres	137,059
Actifs non liés à l'exploitation	14,091
Paiement différé de prix d'acquisition (escompté)	(8,345)
Valeur des fonds propres	142,805
Actions en circulation	3,460,000
Valeur des fonds propres par action EUR	41.3
Taux de change	1.229
Valeur des fonds propres par action CHF	50.7

Source : Capital IQ, EY

Trading Multiples et Transaction Multiples

- La méthode de la valeur de marché recouvre en principe deux méthodes : la méthode des « Trading Multiples » (basée sur des entreprises comparables cotées en Bourse) et la méthode des « Transaction Multiples » (basée sur des transactions d'entreprises comparables). La méthode de la valeur de marché est une méthode d'évaluation relative, souvent utilisée uniquement à des fins de comparaison.
- **Calcul de la valeur des fonds propres selon l'approche de marché**
 - Les entreprises et transactions comparables utilisées pour l'évaluation selon la méthode des multiples ont été déterminées avec le concours de Capital IQ. Les entreprises comparables retenues ainsi que les Trading Multiples correspondants sont mentionnés en annexe. Dans le cadre de l'évaluation selon la méthode des Transaction Multiples, 18 transactions ont été retenues, que nous considérons comme appropriées pour la présente analyse. Les détails des transactions prises en compte figurent également en annexe.
 - Nos réflexions en matière d'évaluation ont pour valeur de référence l'EBITDA. Le calcul des multiples a pour base le dernier exercice commercial achevé (« LFY », de l'anglais « last financial year »), soit FY12A.
 - Etant donné que les entreprises comparables choisies déduisent leurs frais de recherche et de développement en tant que charges, alors qu'Acino capitalise ses coûts de développement, l'EBITDA d'Acino a été ajusté pour permettre la comparaison. A cette fin, les investissements dans des actifs incorporels ont été déduits de l'EBITDA pour FY12A.
 - L'acquisition de Mepha a eu lieu le 17 février 2012 (clôture). Par conséquent, l'EBITDA FY12A ne reflète le résultat d'exploitation de Mepha qu'à partir de cette date. Si l'on admet que Mepha a réalisé un résultat positif durant les mois de janvier et février 2012, l'EBITDA FY12A qui sert de base à l'approche de marché est donc légèrement trop bas. Un EBITDA plus élevés aurait pour effet, ceteris paribus, d'augmenter la valeur de l'action nominative selon l'approche de marché.
 - Des avoirs non liés à l'exploitation ont été additionnés. Ils se composent des « impôts latents portés à l'actif », des « immobilisations financières » et des « investissements dans des entreprises associées ».
 - En outre, les paiements différés de prix d'acquisition escomptés des exercices 2S 2013 à FY15F ont été déduits (futurs sorties de capitaux, « debt-like item »).

Méthode de la valeur de marché

Evaluation selon la méthode des Transaction Multiples fondée sur l'EBITDA FY12A		
Monnaie : EUR 000		
		EBITDA
Base : EBITDA FY12A		36,761
Adaptation R&D (investissement dans des actifs incorporels)		(12,617)
EBITDA FY12A ajusté		24,144
Multiple		10.4x
Valeur de l'entreprise (hors encaisse et avoirs en banque)		251,818
Encaisse et avoirs en banque		7,108
Valeur de l'entreprise (y c. encaisse et avoirs en banque)		258,926
Engagements financiers nets		(118,811)
Valeur des fonds propres		140,115
Actifs non liés à l'exploitation		14,091
Paiement différé de prix d'acquisition (escompté)		(8,345)
Valeur des fonds propres		145,861
Actions en circulation (sous déduction des propres actions)		3,460,000
Valeur des fonds propres par action EUR		42.2
Taux de change		1,229
Valeur des fonds propres par action CHF		51.8

Source : Capital IQ, EY

- ▶ Le calcul de la valeur de l'action à l'aide de Trading Multiples et de Transaction Multiples est présenté dans les deux tableaux à la page précédente et à la présente page. Au moyen de l'approche de marché fondée sur l'EBITDA, nous calculons une fourchette comprise entre CHF 50.7 et CHF 51.8 par action nominative Acino.
- ▶ L'évaluation à l'aide de la méthode de la valeur de marché donne en comparaison une valeur des fonds propres par actions plus réduite. Ceci est attribué particulièrement à la valeur en comparaison plus réduite de l'EBITDA (ajustée) en FY12A. La croissance attendue de l'EBITDA pour les années suivantes n'est en conséquence pas reflétée dans la méthode de la valeur de marché.

Conclusion

En appliquant la méthode de la valeur de marché, nous obtenons une fourchette comprise entre CHF 50.7 et CHF 51.8 par action nominative Acino.

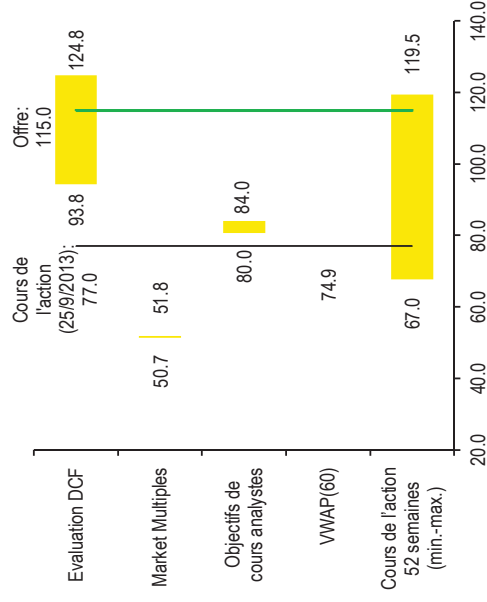
Evaluation globale / attestation d'équité

1. Evaluation globale / attestation d'équité

Evaluation globale / attestation d'équité

Aperçu : détermination de la valeur d'Acino

Source: EY



Attestation d'équité

- Le graphique ci-contre présente le résultat de nos analyses par action nominative. Il résulte de nos réflexions en matière d'évaluation une fourchette comprise entre CHF 50.7 et CHF 124.8 par action nominative d'une valeur nominale de CHF 0.4.
- L'évaluation à l'aide de la méthode de la valeur de marché donne en comparaison une valeur des fonds propres par action nominative d'Acino plus réduite. Comme expliqué, ceci est attribué particulièrement à la valeur en comparaison plus réduite de l'EBITDA (ajustée) en FY12A, qui représentait la base du calcul. La croissance attendue de l'EBITDA pour les années suivantes n'est en conséquence pas reflétée dans la méthode de la valeur de marché, contrairement à la méthode DCF.
- Le cours moyen calculé en fonction de la pondération des volumes (VWAP 60) s'établit au 25 septembre 2013 à CHF 74.9. Le cours de clôture au 25 septembre 2013 s'élève à CHF 77.0.
- Par conséquent, l'offre de Pharma Strategy Partners, à hauteur de CHF 115 par action nominative d'Acino correspond, respectivement, à une prime de 53,5 % par rapport au VWAP (60) et à une prime de 49,4 % par rapport au cours actuel de clôture du jour.
- D'un point de vue financier, l'offre publique d'achat de CHF 115 de Pharma Strategy Partners, soumise aux actionnaires d'Acino doit être considérée comme équitable.
- L'attestation d'équité a été achevée le 25 septembre 2013.

Conclusion

D'un point de vue financier, l'offre publique d'achat de CHF 115 de Pharma Strategy Partners, doit être considérée comme équitable.

Stefan Rösch-Rütsche

Stefan Rösch-Rütsche
Partner

Louis Siegrist
Partner

Annexe

1. Annexe A : Abréviations
2. Annexe B : Bases de l'évaluation
3. Annexe C : Groupe de comparaison

Abréviations

1S 2013	Premier semestre 2013
2S 2013	Deuxième semestre 2013
Acino	Acino Holding SA, Dornacherstrasse 114, CH-4147 Aesch
ACN	Actif circulant net
API	Active Pharmaceutical Ingredients
BtB	Segment Business to Business d'Acino
BtC	Segment Business to Consumers d'Acino
Capex	Dépenses en capital (capital expenditures)
CE	Capitaux empruntés
CHF	Franc suisse
CMO	Contract Manufacturing Organization
DCF	Cash-flow actualisé (discounted cash-flow)
EBIT	Bénéfice avant intérêts et impôts (earnings before interest and taxes)
EBITDA	Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
EUR	Euro, monnaie de la zone euro
EY	Ernst & Young SA, Maagplatz 1, CH-8010 Zurich
FCFF	Cash-flows libres sur le capital global (free cash flows to the firm)
FP	Fonds propres
FYXXA / FYXXF / FYXXN	Exercice commercial 20XX actual / forecast / normalisé
LFY	Exercice commercial précédent (last financial year)
LTM	Douze mois précédents (last twelve months)
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers (capital asset pricing model)
MENA	Moyen-Orient et Afrique du Nord (Middle East and North Africa)

Abréviations

Mio	Million
NFY	Exercice commercial suivant (next financial year)
R&D	Frais de recherche et développement
SA	Société anonyme
USD	Dollar US, monnaie des Etats-Unis
VE	Valeur de l'entreprise
VWAP	Cours moyen pondéré selon le volume (volume-weighted average price)
WACC	Coût moyen pondéré du capital (weighted average costs of capital)

Bases de l'évaluation

Interlocuteurs	
Nom	Position
M. Peter Burema	CEO Acino
M. Martin Gertsch	CEO Acino
M. Markus Strebel	Head Group Controlling
M. Alain Schaffter	Head Group Finance

Vue d'ensemble des documents reçus		
Nom du fichier	Date	Type de fichier
Acrobat_ACIN Budget 2013 BP 2014-2018_EY.xls	30 août 2013	MS Excel
Acrobat_ACIN Budget 2013 BP 2014-2018_working version BilanzEY.pdf	2 septembre 2013	Fichier PDF
Acrobat_Businessplan inkl. BGT13 und LE2_2012_angepasst EY.xls	8 septembre 2013	MS Excel
Acrobat_Businessplan inkl. BGT13 und LE2_2012_EY.xlsx	30 août 2013	MS Excel
fairness opinion_EY_version2.xlsx	6 septembre 2013	MS Excel
P&L für die Segmente BIC, BtB und Technologiemarketing	3 septembre 2013	Copie papier
FX-Effekt auf Umsatz HY2013 EY.pdf	2 septembre 2013	Fichier PDF
fairness opinion_EY_version3.xlsx	9 septembre 2013	MS Excel



Groupe de comparaison destiné au calcul du Beta et des Trading Multiples

Entreprises comparables, Bêta et Trading Multiples

Entreprise	Ticker	Pays	Monnaie	Capitalisation boursière	Intérêts minoritaires	CE	CE / FP	Bêta ajusté	Taux d'imposition de l'entreprise	Bêta unlevered	VE / EBITDA LFY
ALK-Abellö A/S	CPSE:ALK B	Danemark	DKK	4,926	-	330	6.28%	0.751	25.0%	0.715	16.8x
Acino Holding SA	SWX:ACIN	Suisse	EUR	219	-	108	32.98%	0.600	18.0%	0.428	14.2x
Galenica SA	SWX:GALN	Suisse	CHF	4,912	23	901	15.45%	0.787	18.0%	0.685	13.8x
Lonza Group SA	SWX:LONN	Suisse	CHF	3,894	-	2,790	41.74%	0.979	18.0%	0.617	10.3x
Stada-Arzneimittel AG	DB:SAZ	Allemagne	EUR	2,184	28	1,523	40.76%	1.043	29.8%	0.703	9.6x
Siegfried Holding SA	SWX:SFZN	Suisse	CHF	528	-	53	9.18%	0.838	18.0%	0.773	13.1x
Teva Pharmaceutical Industries Limited	NYSE:TEVA	Israël	USD	32,718	95	12,461	27.52%	0.596	25.0%	0.464	7.3x
Dr. Reddy's Laboratories Ltd.	BSE:500124	Inde	INR	413,295	16	43,995	9.62%	0.753	32.4%	0.702	16.6x
MPH Mittelständische Pharma Holding AG	DB:93MV	Allemagne	EUR	102	23	36	22.11%	0.171	29.8%	0.143	7.3x
Veropharm Co. Ltd.	MICEX:VRPH	Russie	RUB	9,050	-	1,885	17.24%	0.637	17.8%	0.544	6.9x
Antibiotice S.A.	BVB:ATB	Roumanie	RON	268	-	-	0.00%	0.876	16.0%	0.876	5.6x
Mylan, Inc.	Nasdaqgs:MYL	Etats-Unis	USD	14,558	17	6,220	29.91%	0.873	35.0%	0.683	10.8x
Torrent Pharmaceuticals Ltd.	BSE:500420	Inde	INR	74,566	4	-	0.00%	0.778	32.4%	0.778	9.2x
Min.							0.00%			0.143	5.6x
Max.							41.74%			0.876	16.8x
Moyenne							19.45%			0.624	10.9x
Valeur médiane							17.24%			0.685	10.3x

Source : Capital IQ

Groupe de comparaison destiné au calcul du Beta et des Trading Multiples

Description succincte des entreprises du groupe de comparaison

ALK-Abelló A/S ALK-Abelló A/S, a pharmaceutical company, engages in the research and development, production, and sale of products for the diagnosis, prevention, and treatment of allergies.	Acino Holding AG Acino Holding AG develops, manufactures, and markets pharmaceuticals in novel drug delivery forms worldwide.	Galenica Ltd. Galenica Ltd. develops, manufactures, and markets pharmaceutical products primarily in Switzerland, Europe, and the United States.
Lonza Group AG Lonza Group AG supplies products and services to the pharmaceutical and biotechnology, healthcare, and life-science industries worldwide.	Stada-Arzneimittel AG STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft engages in the development and marketing of active pharmaceutical ingredients for the health care and pharmaceutical markets worldwide.	Siegfried Holding AG Siegfried Holding AG engages develops and manufactures active pharmaceutical ingredients (APIs) and their intermediates worldwide.
Teva Pharmaceutical Industries Limited Teva Pharmaceutical Industries Limited develops, manufactures, markets, and distributes pharmaceutical products worldwide.	Dr. Reddy's Laboratories Ltd. Dr. Reddy's Laboratories Limited operates as an integrated pharmaceutical company. It operates in three segments: Pharmaceutical services and Active Ingredients (PSAI), Global Generics, and Proprietary Products. It primarily operates in India, the United States, Russia and other countries of the former Soviet Union, Europe, and others.	MPH Mittelständische Pharma Holding AG MPH Mittelständische Pharma Holding AG operates in the pharmaceutical and healthcare activities in Germany.
Veropharm Co. Ltd. Veropharm Co. Ltd. manufactures and sells pharmaceutical products.	Antibiotice S.A. Antibiotice SA engages in the manufacture of active ingredients and biofertilizers in Romania.	Mylan, Inc. Mylan Inc. engages in the development, manufacture, marketing, licensing, and distribution of generic and branded generic pharmaceuticals, specialty pharmaceuticals, and active pharmaceutical ingredients (APIs) worldwide.
Torrent Pharmaceuticals Ltd. Torrent Pharmaceuticals Limited, a pharmaceutical company, engages in the manufacture and sale of branded and unbranded generic pharmaceutical products.		

Source : Capital IQ

Aperçu des Transaction Multiples

Aperçu des Transaction Multiples							
Date de clôture	Pourcentage (%)	Statut de la transaction	Valeur de la transaction (EURm, cours historique)	Pays de l'entreprise cible	Entreprise cible	Acquéreur / investisseur	VE / EBITDA Implicite
09/30/11	100,0 %	Closed	9,653	Suisse	Nycomed SICAR S.C.A.	Takeda Pharmaceutical Company Limited (TSE:4502)	10,9x
10/31/12	100,0 %	Closed	4,536	Islande	Actavis Group Hf.	WATSON PHARMA S.à r.l.	14,5x
11/16/10	45,9 %	Closed	359	France	Stallergenes SA (ENXTPA:GENP)	Ares Life Sciences SA	14,3x
08/19/11	87,2 %	Closed	324	Lituanie	Sanitas AB (DB:ZA5)	Valeant Pharmaceuticals International, Inc. (TSX:VRX)	10,8x
05/11/11	100,0 %	Closed	294	Suisse	Novartis SA, Global rights to Elidel	Meda AB (OM:MEDA A)	5,0x
03/11/11	27,3 %	Closed	214	France	Stallergenes SA (ENXTPA:GENP)	Ares Life Sciences SA	12,7x
06/16/11	100,0 %	Closed	81	Suède	Biophausia AB	Medvir AB (OM:MMIR B)	10,4x
02/27/13	100,0 %	Closed	75	Royaume-Uni	Kent Pharmaceuticals Limited	DCC Healthcare Ltd.	7,0x
12/31/10	100,0 %	Closed	21	Suède	BioPhausia, OTC Products	Meda AB (OM:MEDA A)	6,6x
11/30/11	100,0 %	Closed	13	Royaume-Uni	Sinclair IS Pharma plc, Mysoline	SERB S.A.S.	6,5x
04/21/11	100,0 %	Closed	365	Royaume-Uni	ProStrakan Group plc	Kyowa Hakko Kirin Co., Ltd. (TSE:4151)	25,3x
05/20/11	100,0 %	Closed	59	Royaume-Uni	IS Pharma plc	Sinclair IS Pharma plc (AIM:SPH)	9,4x
04/09/10	100,0 %	Closed	12	Lettonie	Joint Stock Company «Grindeks» (RISE:GRD1R)	OJSC Pharmstandard (LSE:PHST)	15,8x
10/27/10	100,0 %	Closed	12	Lettonie	Joint Stock Company «Grindeks» (RISE:GRD1R)	SIA AB.LV Private Equity Management	9,0x
06/12/12	99,4 %	Closed	543	Turquie	Mustafa Nevzat İlaç Sanayii A.S.	Angen İlaç Ticaret Limited Şirketi	n/a
09/14/11	100,0 %	Closed	90	Turquie	Dr. F. Frik İlaç San. A.S.	Recordati SpA (BIT:REC)	n/a
10/03/11	63,9 %	Closed	82	Maroc	Societe de Promotion Pharmaceutique du Maghreb SA (CBSE:PRO)	Hikma Pharmaceuticals plc (LSE:HIK)	n/a
01/21/13	100,0 %	Closed	705	Norvège	Pronova BioPharma ASA	BASF AS	6,0x
Min.							5,0x
Max.							25,3x
Moyenne							10,9x
Valeur médiane							10,4x
Source : Capital IQ							

Source : Capital IQ

EY | Assurance | Tax | Transactions | Advisory

About EY

EY is a global leader in assurance, tax, transaction and advisory services. The insights and quality services we deliver help build trust and confidence in the capital markets and in economies the world over. We develop outstanding leaders who team to deliver on our promises to all of our stakeholders. In so doing, we play a critical role in building a better working world for our people, for our clients and for our communities.

EY refers to the global organization, and may refer to one or more, of the member firms of Ernst & Young Global Limited, each of which is a separate legal entity. Ernst & Young Global Limited, a UK company limited by guarantee, does not provide services to clients. For more information about our organization, please visit ey.com.

© 2013 EYGM Limited.
Tous droits réservés.