

Fairness Opinion – Kuoni Reisen Holding SA

Appréciation de l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition
d'EQT sur Kuoni Reisen Holding SA

24 février 2016

Table des matières

- Introduction
- Société
- Réflexions en matière d'évaluation
- Résultat de la Fairness Opinion
- Annexes

Introduction

- Situation initiale
- Mandat de N+1
- Procédure d'évaluation
- Base d'information

Introduction

Situation initiale

Contexte

- Kuoni Reisen Holding SA («Kuoni» ou la «société») est cotée à la SIX Swiss Exchange avec une capitalisation boursière de CHF 1'271 millions au 29 janvier 2016. Prestataire mondial du secteur du voyage, Kuoni possède un positionnement de premier plan dans l'offre de services business-to-business (B2B)
- Kuoni compte environ 8'000 collaborateurs et a généré des revenus de CHF 3.3 milliards au cours de l'exercice financier 2015. Le siège mondial de la société est sis à Zurich, Suisse
- Suite à la cession des activités de voyage de Kuoni à Rewe Group en septembre 2015, Kuoni est aujourd'hui fractionnée en trois divisions
 - Global Travel Distribution («GTD») – pionnier du secteur et distributeur mondial de premier plan, facilitant l'accès des voyageurs aux hébergements hôteliers et aux services à destination
 - Global Travel Services («GTS») – fourniture et coordination de services à destination, de l'hébergement aux circuits organisés et à la gestion d'espaces et événements sur le marché des voyages de groupe
 - VFS Global («VFS») – n°1 des prestations de services de visa dans le monde; travaille avec plus de 48 gouvernements et participe au potentiel d'externalisation croissant de ce marché
- Le capital-actions de la société est structuré comme suit:
 - Le montant des actions nominatives A («actions A») s'élève à un total de CHF 249'900.00 et comprend 1'249'500 Actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0.20 par Action, non cotées
 - Le montant des actions nominatives B («Actions B» ou «Action») s'élève à un total de CHF 3'748'500.00 et comprend 3'748'500 Actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 1.00 par Action, cotées à la SIX Swiss Exchange
- Les deux catégories d'actions nominatives sont entièrement libérées et chaque action A et Action B donne droit à une voix
- Kuoni a fait l'objet de rumeurs de rachat depuis le 13 décembre 2015⁽¹⁾, plusieurs entreprises étant supposées être intéressées par un rachat de la société. Le 5 janvier 2016, Kuoni a publié un communiqué de presse faisant état de discussions préliminaires en vue de son rachat. En outre, le 28 janvier 2016, la société a confirmé que des pourparlers étaient en phase finale avec EQT. En conséquence, le cours de l'Action Kuoni a augmenté et ses cours moyens pondérés doivent être considérés comme gonflés par lesdites rumeurs depuis le 13 décembre 2015
- Le 2 février 2016, EQT a annoncé son intention de soumettre une offre publique d'acquisition aux détenteurs d'Actions B de la société en vue de l'acquisition de toutes les Actions nominatives B en circulation au prix de CHF 370 par Action (l'«offre d'EQT»)
- Le Conseil d'administration de Kuoni a entrepris de revoir minutieusement les modalités de l'offre d'EQT et considère qu'EQT sera un partenaire stratégique idéal dans l'optique d'un développement durable de la société. Le Conseil d'administration est parvenu à la conclusion que l'offre d'EQT répond au meilleur intérêt de la société, de ses actionnaires, employés, clients et fournisseurs
- Dans le cadre de cette Fairness Opinion, N+1 Swiss Capital AG («N+1») ne recevra aucune compensation dépendante de ses déclarations au sujet de l'évaluation de Kuoni ou du succès de la transaction avec EQT. N+1 confirme par la présente avoir arrêté son opinion de manière indépendante conformément à la circulaire n°3 de la Commission des OPA («COPA») régissant le contrôle des offres publiques d'acquisition
- Conformément à la décision de la COPA du 27 septembre 2011, N+1 dispose des compétences nécessaires pour établir des attestations d'équité relatives aux offres publiques d'acquisition en Suisse

Introduction

Mandat de N+1

Mandat du Conseil d'administration

- Le Conseil d'administration de Kuoni a chargé N+1 d'établir une Fairness Opinion évaluant l'équité financière de l'offre d'EQT dans la perspective des détenteurs d'Actions B en circulation de Kuoni
- La Fairness Opinion est destinée à être utilisée exclusivement par le Conseil d'administration de Kuoni dans le cadre de son rapport aux actionnaires lié à l'offre d'EQT (conformément à l'ordonnance de la COPA relative aux offres publiques d'acquisition) et, pour lever toute ambiguïté, cette attestation évalue uniquement l'équité financière de l'offre pour les actionnaires détenteurs d'Actions nominatives B de Kuoni cotées à la SIX Swiss Exchange, à l'exclusion des détenteurs d'American Depositary Receipts de Kuoni
- La Fairness Opinion peut être utilisée pour la publication d'informations liées à l'offre publique d'acquisition. Le prospectus de l'offre peut également s'y référer. Toute autre utilisation est proscrite
- La Fairness Opinion ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics de Kuoni d'accepter ou de rejeter l'offre d'EQT
- De plus, elle n'évalue pas les points suivants:
 - modalités de paiement et autres conditions de l'offre d'EQT
 - évaluation fiscale et juridique de la structure de la transaction
 - répercussions possibles pour les actionnaires au cas où l'offre d'EQT serait acceptée ou rejetée
 - valeur future de l'Action Kuoni
- N+1 n'a entrepris ni un audit au sens du droit suisse, ni aucun examen de due diligence

Introduction

Procédure d'évaluation

Procédure d'évaluation

- N+1 a procédé à l'évaluation de nombreux critères et effectué des analyses étendues de Kuoni, de manière à apprécier l'équité financière de l'offre d'EQT
- Kuoni et ses trois divisions consolidées par intégration globale constituent les éléments de l'évaluation
- La date d'évaluation est le 29 janvier 2016. Toutes les données du marché remontent au 29 janvier 2016
- Kuoni est évaluée sur la base d'une évaluation séparée des trois divisions opérationnelles et du siège de l'entreprise. Par la suite, les valeurs respectives sont cumulées afin d'obtenir la valeur du groupe consolidé (méthode de la somme des parties)
- Les fourchettes des valeurs d'entreprise cumulées sont alors corrigées en fonction des dettes financières nettes et autres ajustements de positions équivalentes de dettes et de liquidité. Dans un second temps, la valeur des fonds propres est divisée par le nombre entièrement dilué d'actions Kuoni en circulation. La fourchette de valeur implicite dérivée par Action Kuoni sert à évaluer l'équité financière de même que l'adéquation de l'offre d'EQT
- L'évaluation a lieu sur une base indépendante et n'inclut donc pas les synergies susceptibles d'être générées par un acquéreur potentiel
- Il n'a été tenu compte d'aucun effet, notamment fiscal, qui pourrait en résulter pour les actionnaires
- La fourchette de valeur de Kuoni en tant que société et la fourchette de valeur dérivée par Action ont été calculées principalement sur la base de la méthode DCF (cash-flow actualisé). Des analyses de sensibilité ont aussi été réalisées dans le cadre de l'analyse DCF en variant les facteurs-clés de création de valeur. Des méthodes d'évaluation supplémentaires comme l'analyse de sociétés comparables et l'analyse de transactions précédentes ont été appliquées pour valider l'évaluation DCF des divisions. De plus, une analyse de la prime de rachat sur le VWAP (60 jours) sans distorsion avant le 13 décembre 2015 a été envisagée afin de vérifier la plausibilité des résultats
- L'évaluation repose sur les hypothèses du Business plan 2016-2018 élaboré par la direction de Kuoni et extrapolé sur deux ans jusqu'en 2020 avant d'appliquer alors la valeur résiduelle. Aucune hypothèse technique servant à l'évaluation (p. ex. le coût du capital, le taux de croissance perpétuel) ne faisait partie du Business plan fourni par Kuoni
- De nombreuses réunions et conférences téléphoniques ont eu lieu avec la direction pour déterminer la plausibilité des informations et du Business plan reçus. La performance financière historique de Kuoni et de ses divisions, les évolutions passées et escomptées du marché, les prévisions des analystes actions et des indices de référence du secteur ont également été prises en compte. Aux fins de l'évaluation, N+1 a procédé à certains ajustements ciblés

Introduction

Base d'information

Base d'information

- N+1 s'est appuyé sur les informations suivantes pour son évaluation:
 - Informations accessibles au public relatives à Kuoni et considérées comme pertinentes pour l'analyse. Il s'agit notamment des rapports annuels pour les exercices financiers 2011-2014, du rapport semestriel (non audité) du 1S 2015, du rapport trimestriel (non audité) du 3T trimestre 2015, des données financières (non audités) pour 2015 ainsi que des présentations aux investisseurs et communiqués de presse
 - Informations d'entreprise internes relatives à Kuoni considérées comme pertinentes pour l'analyse, en particulier les données financières (non auditées) de l'exercice 2015 ainsi que le budget par division pour 2016 et le plan à moyen terme 2017-2018 (2016-2018 conjointement désignés ci-après «Business plan»). Le Business plan a été préparé par la direction de la société et approuvé par le Conseil d'administration le 15 décembre 2015. Le Business plan est établi par division et consolidé au niveau du Groupe Kuoni en tenant compte des frais de siège et d'informatique centralisée
 - Réunions et conférences téléphoniques avec la direction de la société, y compris les CEO et CFO des divisions portant essentiellement sur la situation financière de la société et ses résultats commerciaux, l'environnement de marché actuel et futur, les facteurs-clés de création de valeur et les hypothèses sous-jacentes sur lesquelles repose le Business plan
 - Documents descriptifs de la stratégie avec des détails sur la planification et sur les mesures déjà mises en œuvre ou prévues dans le Business plan
 - Documents stratégiques de la société incluant des hypothèses sur les initiatives prévues et les mesures à prendre selon le Business plan ainsi que les évolutions des marchés et le développement escompté de la part de marché de la société (sur la base d'estimations internes et externes)
 - Documents relatifs aux programmes d'actions réservées au personnel
 - Détails sur les positions au bilan équivalentes de dettes et de liquidité
 - Données des marchés des capitaux et données financières de Kuoni et de certaines sociétés comparables (sources principales: Bloomberg, Factset, données financières de la société)
- Données relatives aux précédentes transactions dans le secteur (source: Mergermarket ainsi qu'enregistrement de sociétés et communiqués de presse)
- N+1 a préparé son Fairness Opinion en présupant que les informations financières et autres données sur Kuoni étaient exactes et complètes. N+1 s'est fié aux dites informations en déclinant toute responsabilité pour une quelconque vérification indépendante
- La direction de Kuoni a assuré à N+1 qu'elle n'avait connaissance d'aucune circonstance qui aurait pour résultat que les informations fournies seraient incomplètes, incorrectes ou trompeuses
- Dans le cadre de la préparation du présent document, N+1 n'a réalisé aucune inspection physique des bâtiments et/ou sites de Kuoni
- Les informations et critères dans le présent document reposent sur les conditions de marché, d'entreprise et économiques qui prévalaient le 29 janvier 2016. Tout événement survenu après cette date est susceptible d'avoir une incidence sur les informations qui ont servi de base pour l'analyse. N+1 n'est nullement tenue de mettre à jour, vérifier ou confirmer une quelconque information fournie dans le présent document

Société

- Informations générales – Groupe Kuoni
- Global Travel Distribution – Division et marché
- Global Travel Services – Division et marché
- VFS Global – Division et marché

Société

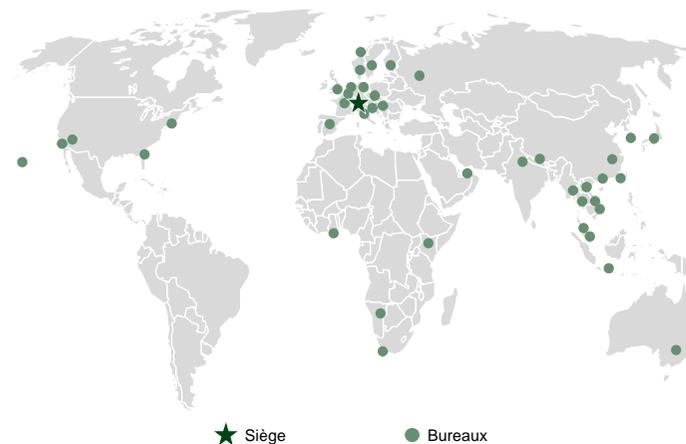
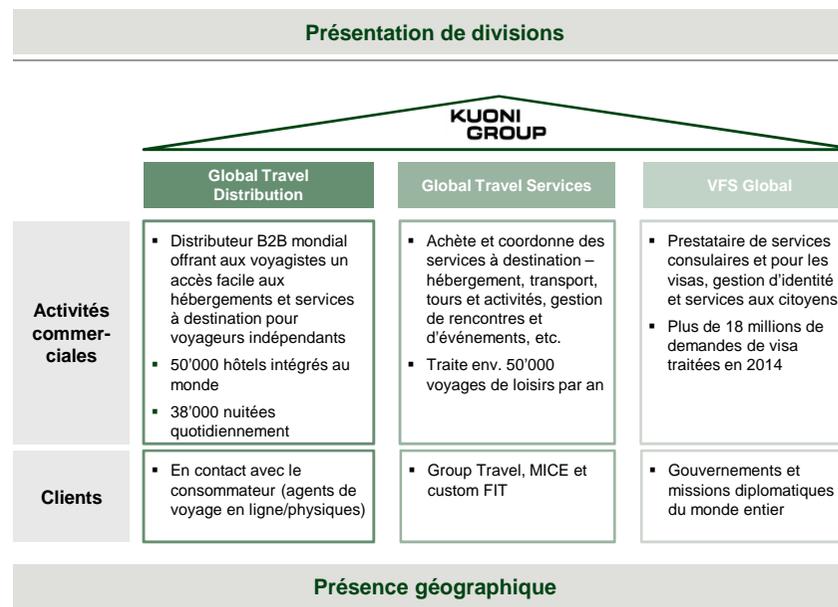
Informations générales

Présentation de la société

- Kuoni est leader parmi les prestataires de services de voyage. La société fournit ses services au secteur mondial du voyage et aux gouvernements et axe ses activités sur la gestion de destinations, les services de voyage B2B en ligne et le traitement de visas
- Durant l'exercice financier 2015, Kuoni a généré un chiffre d'affaires de CHF 3'349 millions et un résultat d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissement du goodwill (EBITA) de CHF 124.0 millions⁽¹⁾ (marge EBITA⁽¹⁾ de 3.7%)
- Les Actions B de la société comptent pour 93.75% du capital et pour 75% des droits de vote. Elles sont cotées à la SIX Swiss Exchange (SIX: KUNN) depuis 1995. Les actions A de Kuoni représentent 6.25% du capital et 25% des droits de vote. Elles sont entièrement détenues par la Fondation Kuoni & Hugentobler (fondation de droit suisse). Compte tenu des restrictions de vote applicables à tous les autres actionnaires (plafonnement à 3%), la Fondation Kuoni & Hugentobler détient une minorité de blocage au sein de la société
- Kuoni a été fondée en 1906 et son siège est à Zurich en Suisse. Au 30 septembre 2015, la société comptait 8'095 collaborateurs (équivalents plein temps)
- Kuoni compte 44 bureaux répartis sur 5 continents avec une forte orientation vers l'Asie

Structure du groupe

- L'activité commerciale de Kuoni est répartie en trois divisions: Global Travel Distribution, Global Travel Services et VFS Global. Ces divisions sont décrites plus en détail aux pages suivantes
- Les fonctions centralisées telles que les ressources humaines, l'informatique, le développement d'entreprise et les fusions et acquisitions, la communication d'entreprise, les développements et partenariats stratégiques, le controlling, la liquidité, l'audit interne, les services juridiques et de compliance ainsi que la fiscalité sont fournies par le siège de Kuoni



Source: Données d'entreprise Kuoni (chiffres 2015 non audités)

(1) y compris bénéfice comptable issu de la cession d'immeubles de bureaux et charges de restructuration liées à GTS, fonctions de support et réorganisation du quartier général

Société

Global Travel Distribution (GTD): modèle d'affaires et stratégie d'entreprise

Modèle d'affaires

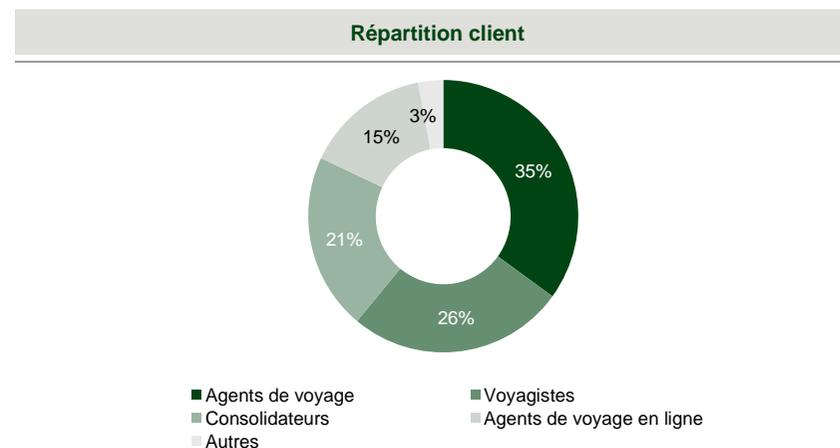
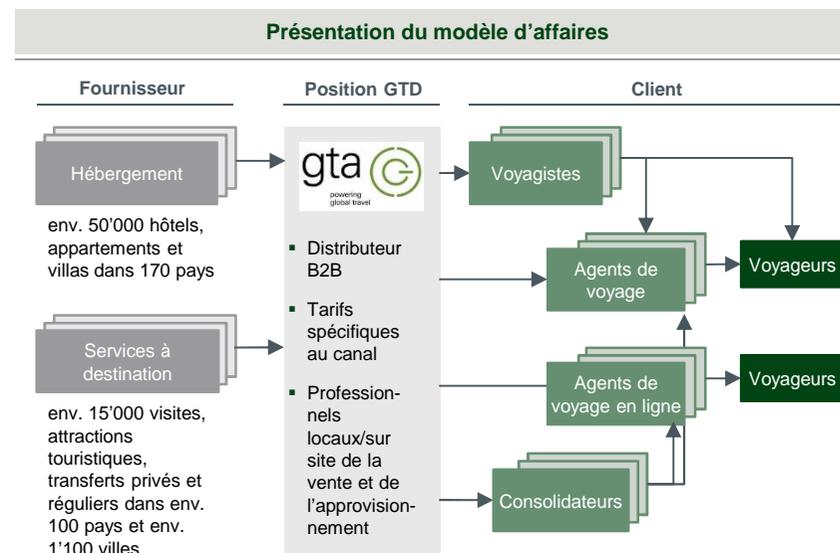
- La division Global Travel Distribution (GTD) de Kuoni est un distributeur B2B mondial qui offre aux voyagistes des hébergements et services à destination pour des voyageurs totalement indépendants (FIT – fully independent travelers)
- En tant qu'intermédiaire, la valeur ajoutée de GTD consiste (i) à offrir de la puissance de distribution aux fournisseurs d'hébergements. Ces services sont ensuite (ii) proposés aux clients en contact avec les consommateurs (agents de voyage en ligne/physiques) par des canaux personnalisés (utilisant les API⁽¹⁾ ou sites web du client)
- Des tarifs ou des marges spécifiques sont convenus pour la période contractuelle avec les fournisseurs (d'hébergement, etc.). Ces services sont ensuite proposés avec une prime par le biais des canaux de GTD. La prévente de stocks d'hébergements est minime
- GTD exploite un réseau de 30 bureaux dans le monde⁽²⁾ et comptait 1'414 collaborateurs au 31 décembre 2014. La division utilise trois marques: GTA, Travel Bound et TravelCube

Positionnement

- La division est active sur des marchés source et des destinations du monde entier avec une orientation sur les voyages longs courriers / transrégionaux. Elle détient une position forte sur les marchés émergents; environ 45% du chiffre d'affaires est généré en Asie Pacifique, au Moyen-Orient et en Afrique

Priorités stratégiques

- L'Asie est le principal marché de croissance de GTD. La division vise particulièrement à renforcer son orientation sur le marché chinois et à développer encore son partenariat stratégique avec le groupe de tourisme chinois HNA Tourism
- Ces prochaines années, la direction prévoit d'investir de manière décisive dans la technologie et la gamme de services de la division. Ces éléments sont considérés comme des facteurs clés de différenciation entre agents de voyage
- La division prévoit de se concentrer sur ses propres approvisionnements dans les destinations urbaines et balnéaires de premier ordre et de compléter sa gamme avec des fournisseurs tiers



Source: Données d'entreprise Kuoni, Euromonitor

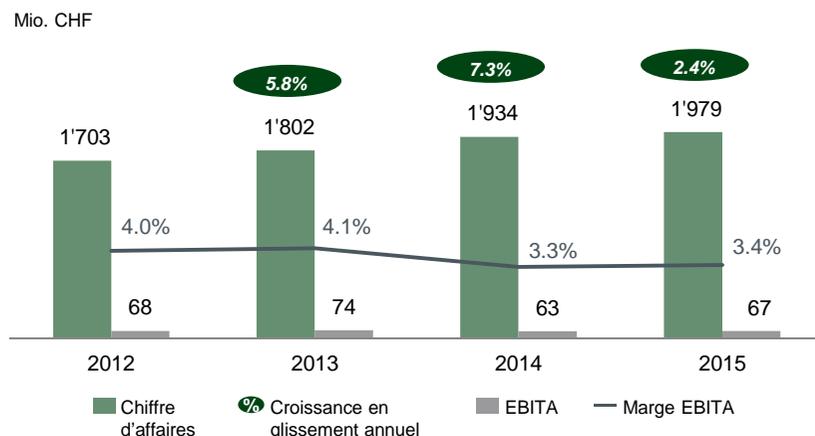
(1) interface de programmation

(2) y compris sites partagés avec la division GTS du groupe

Société

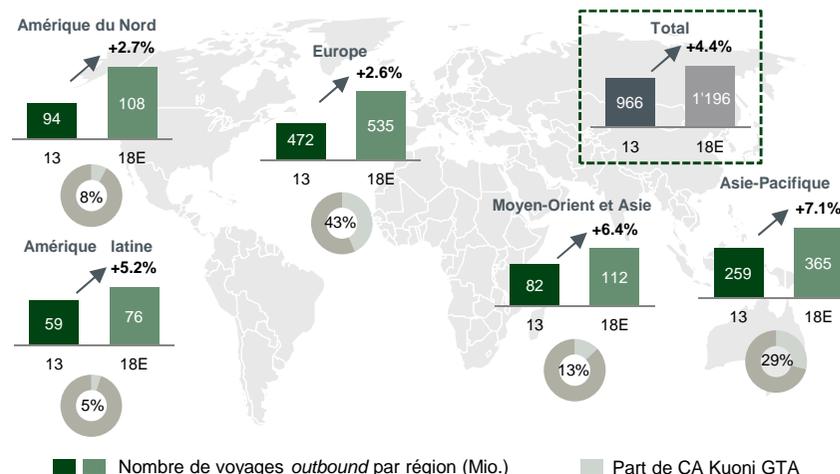
Global Travel Distribution (GTD): données financières et développement de marché

Données financières historiques



- Le CA de la division affiche une croissance CAGR de 5.1% entre 2012 et 2015. Croissance 2014-2015 de 2.4% (croissance organique à taux de change constant de 9.8%)
- Ces quatre dernières années, la division a dégagé une marge EBITA entre 3.3% et 4.1% (moyenne de 3.7%)
- En 2014, les dépenses opérationnelles ont augmenté en raison (i) de l'augmentation des effectifs dans l'informatique et des produits/approvisionnements nécessaires pour soutenir les initiatives de croissance stratégique de la division et (ii) de l'augmentation des dépenses informatiques nécessaires pour fournir de nouveaux produits informatiques

Marchés importants pour GTD



- Le marché d'hébergement intermédiaire sur lequel GTD est actif était estimé à USD 167 milliards en 2014 et a enregistré une croissance annuelle de 6% sur les deux dernières années
- Le nombre de voyages outbound par région (cf. graphique ci-dessus) devrait afficher une croissance annuelle s'inscrivant entre 2.6% en Europe et 7.1% en Asie Pacifique (CAGR 2013-2018). A l'échelle mondiale, le taux de croissance annuelle devrait atteindre 4.4%
- Pondérée de la part de marché géographique actuelle de GTD, cela pourrait se traduire par un CAGR de 4.5% sur le marché en question. La direction a toutefois déjà mis en œuvre des mesures pour renforcer encore la présence géographique de la division en Asie et particulièrement en Chine (partenariat avec HNA Tourism) et profiter ainsi du potentiel de croissance supérieur à la moyenne que recèle la région

Société

Global Travel Services (GTS): modèle d'affaires et stratégie d'entreprise

Modèle d'affaires

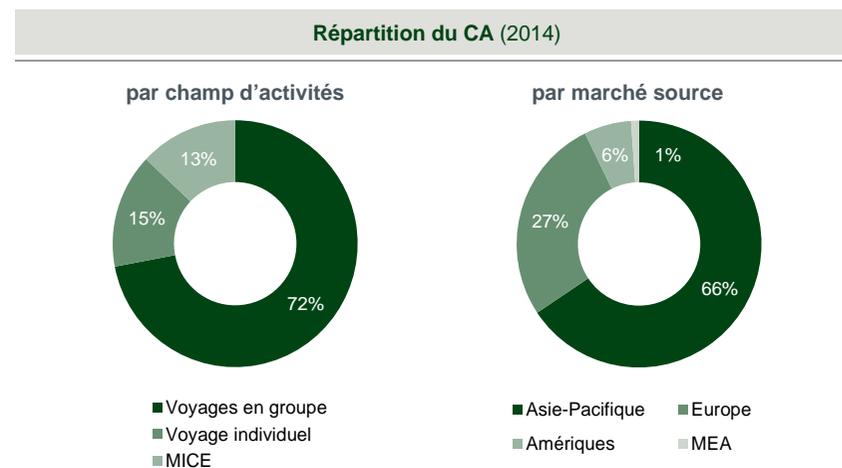
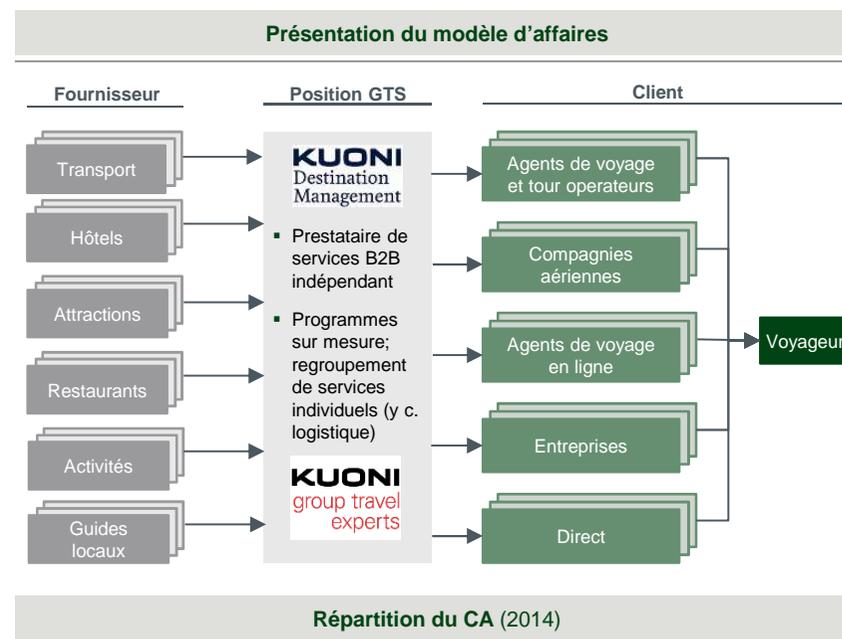
- GTS offre deux types de services: (i) la division achète des services à destination spécifiques tels que l'hébergement, le transport, les excursions et les activités. Ces services à destination, c'est-à-dire des services locaux, sont personnalisés et proposés à des agents de voyage professionnels (B2B). La division propose aussi (ii) des programmes de voyage sur mesure pour les communautés de voyageurs. Des services individuels sont combinés pour offrir un programme de voyage complet. GTS distribue ces deux types de services par l'intermédiaire de ses canaux propriétaires
- GTS assure l'exécution irréprochable de la logistique à destination ainsi que le support en cas d'urgence. La division traite quelque 50'000 voyages de loisirs en groupe par an
- La division est axée sur trois segments de clientèle spécifiques: Group Tours (offres combinées pour groupes de voyageurs), MICE (meetings, incentives, conventions and exhibitions) et custom FIT (fully independent travelers)

Positionnement

- GTS s'oriente principalement vers le marché croissant des voyages de groupe d'Asie vers l'Europe
- La division est solidement positionnée en Asie avec 60% du chiffre d'affaires provenant des marchés source d'Asie/Pacifique

Priorités stratégiques

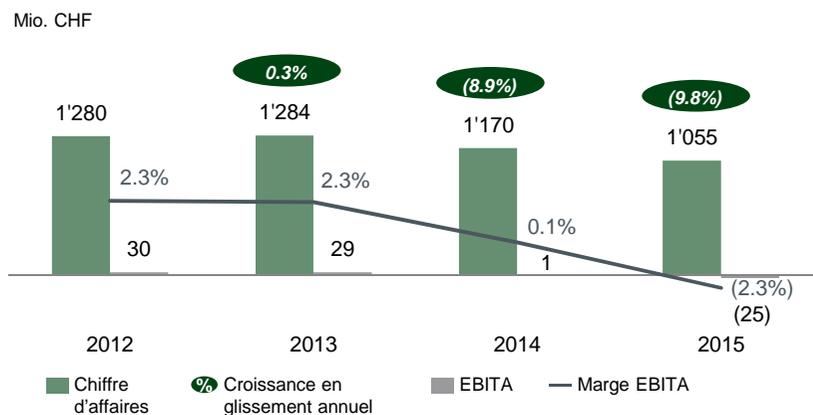
- Des initiatives d'amélioration de la performance ont été lancées, y compris (i) des mesures pour optimiser les modèles tarifaires de la division et mettre l'accent sur les clients les plus rentables et (ii) des mesures de réduction des coûts d'exploitation, tant sur les marchés source qu'à destination
- Concernant l'orientation stratégique à moyen et long terme de la division, GTS entend (i) développer son partenariat stratégique avec HNA Tourism en Chine, (ii) mettre au point une stratégie dédiée pour développer encore l'activité MICE mondiale et (iii) mettre en œuvre des mesures spécifiques pour développer des activités compatibles avec l'ère numérique



Société

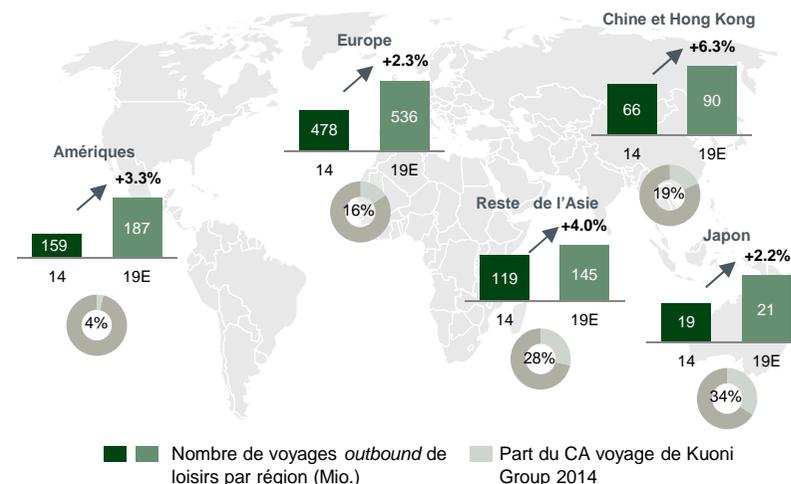
Global Travel Services (GTS): données financières et développement de marché

Données financières historiques



- Le CA de la division affiche une croissance CAGR en recul de 6.3% entre 2012 et 2014. En 2015, GTS a publié un recul du CA de 9.8%. Ce résultat s'explique notamment par des effets de change ainsi que par une baisse des activités au Japon (recul organique du chiffre d'affaires de 1.3% à taux de change constant)
- La division a enregistré une perte en 2015 et les marges EBITA ont diminué depuis 2013, s'inscrivant entre +2.3% et -2.3% sur les quatre dernières années (moyenne de 0.6%). L'EBITA 2015 comprend des charges de restructuration non récurrentes et un réalignement de l'infrastructure informatique pour un total d'environ CHF 18 millions
- La direction a décidé des mesures spécifiques visant le CA pour résoudre ces questions de rentabilité (cf. page précédente). Ces mesures seront mises en œuvre sur une période de deux ans et devraient permettre de ramener la division au point d'équilibre en termes d'EBIT en 2016
- Les chiffres GTS présentés couvrent les activités Group Travel et Destination Management Specialists mais excluent les activités DM India pour garantir la comparabilité de la poursuite des activités

Marchés importants pour GTS



- Le nombre de voyages de loisirs outbound par région devrait croître entre 2.6% en Europe et 6.3% en Chine (CAGR 2014-2019)
- En tirant profit de son partenariat stratégique avec HNA Tourism, GTS devrait pouvoir bénéficier de la forte croissance de marché en Chine

Société

VFS Global (VFS): modèle d'affaires et stratégie d'entreprise

Modèle d'affaires

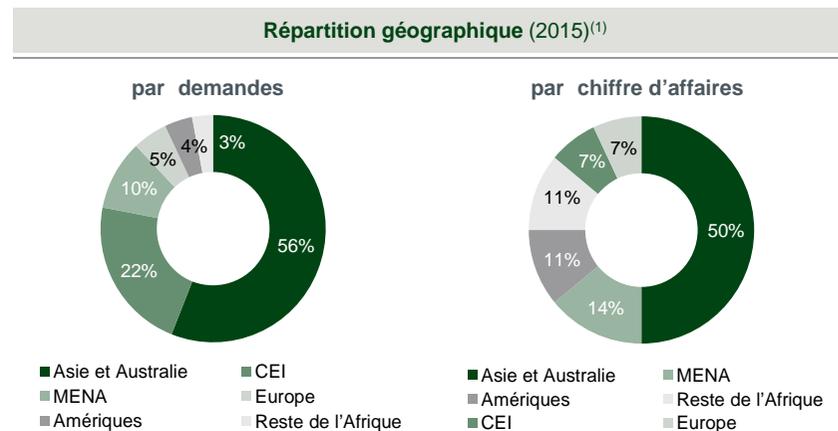
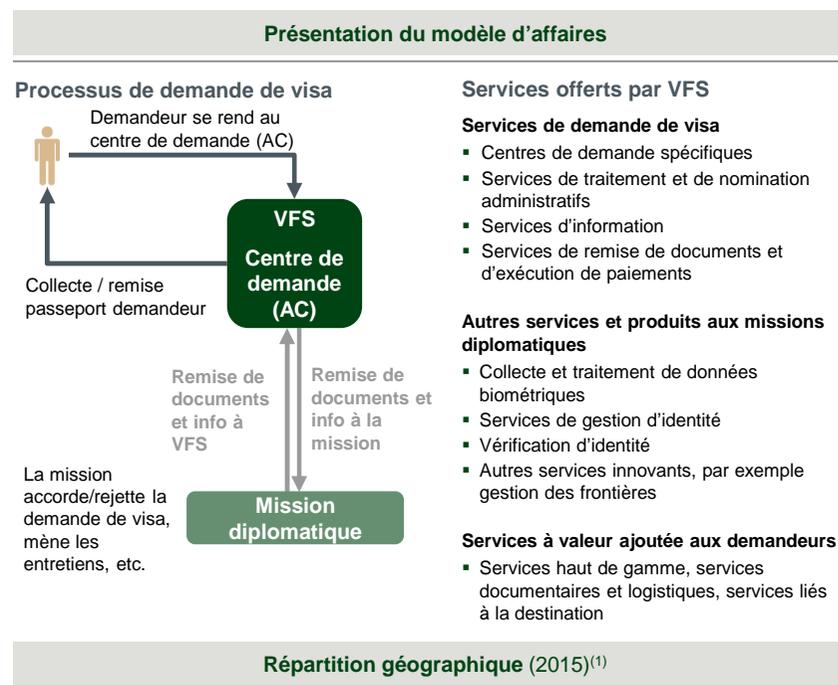
- VFS propose principalement des services consulaires et pour les visas ainsi que de gestion d'identité et des services aux citoyens pour les gouvernements et missions diplomatiques du monde entier. Des tâches spécifiques non judiciaires et administratives sont externalisées par des autorités publiques et confiées par contrat à VFS, généralement pour une durée de trois à cinq ans
- En tant que spécialiste de l'externalisation et des services technologiques, VFS a traité plus de 18 millions de demandes de visa en 2014
- Les demandeurs doivent typiquement s'acquitter de frais de visa, collectés par VFS pour le compte des gouvernements et les frais administratifs de VFS Global sont prélevés
- Les tâches et opérations confiées par contrat à VFS sont auditées par les autorités gouvernementales et les organisations internationales à intervalles réguliers

Positionnement

- Avec une part de marché mondiale de 48% en 2014, VFS est leader mondial sur le marché de l'externalisation de services de visa. La société gère la plus grande couverture de marché source avec une présence physique dans plus de 120 pays
- La division génère quasiment 60% de son chiffre d'affaires sur les demandes provenant de la région Asie/Pacifique

Priorités stratégiques

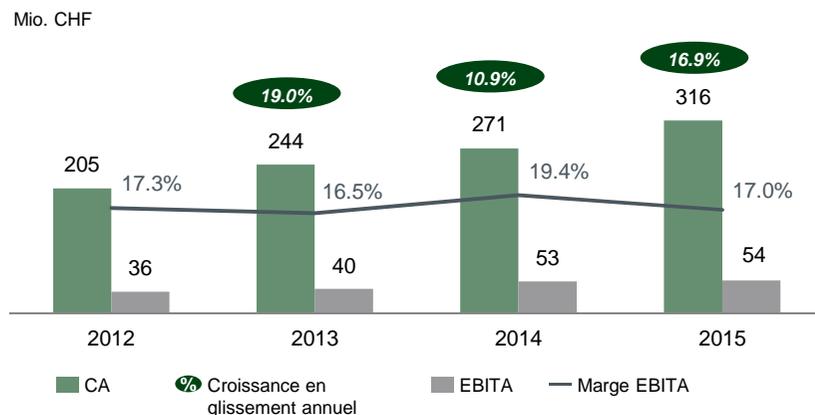
- La division met l'accent sur la rétention de la clientèle existante et sur l'acquisition de nouveaux clients gouvernementaux sur les marchés à forte croissance tels que l'Asie, le Moyen-Orient et l'Afrique
- VFS vise à développer ses activités d'externalisation à d'autres processus gouvernementaux recelant un fort potentiel de croissance tels que les services aux citoyens et la gestion des identités dans les pays
- D'autres éléments portent sur la mise au point de solutions technologiques innovantes créatrices de valeur et l'exploitation de partenariats stratégiques



Société

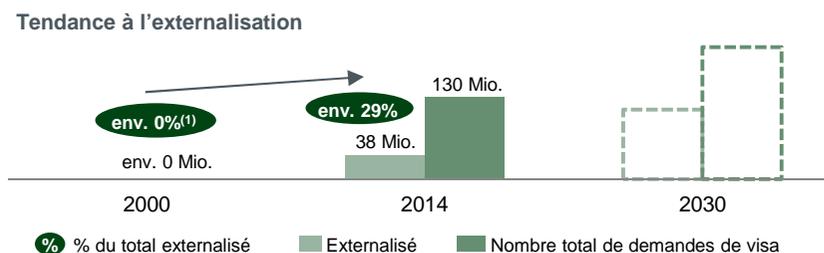
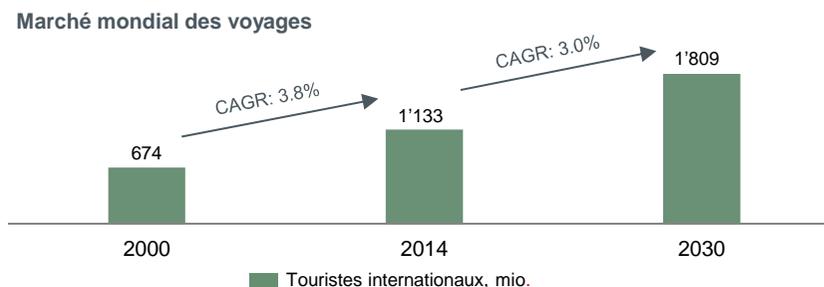
VFS Global (VFS): données financières et développement de marché

Données financières historiques



- Le CA de la division affiche une croissance CAGR de 15.5% entre 2012 et 2015. En 2015, VFS a publié un CA en hausse de 16.9% (croissance organique à taux de change constant de 28.4%)
- Les taux de croissance élevés enregistrés ces dernières années sont le résultat de plusieurs contrats portant sur des volumes importants conclus par VFS
- Ces quatre dernières années, la division a dégagé une marge EBITA stable entre 16.5% et 19.4% (moyenne de 17.5%)
- La stabilité des marges s'explique par la nature même des activités de VFS: les contrats d'externalisation avec les gouvernements décrivent précisément les opérations et les processus à fournir. Les dépenses sont ainsi fixées et la fluctuation des marges limitée

Marchés importants pour VFS



- A l'échelle mondiale, le nombre de voyages de loisirs outbound devrait croître à un rythme d'env. 3.0% (CAGR 2014-2019). Des taux de croissance nettement plus élevés sont attendus pour les pays émergents, pour lesquels des visas sont généralement nécessaires
- La part des demandes de visa traitées par des prestataires spécialisés tels que VFS (externalisation) à l'échelle mondiale est passée de quasiment 0% en 2000 à env. 29% en 2014. Compte tenu de la sensibilisation à ce genre de services par la communication entre les missions diplomatiques et les gouvernements, VFS prévoit que la part de services externalisés devrait continuer de croître
- Ces deux facteurs sont les principaux vecteurs de croissance du CA de VFS à l'avenir

Réflexions en matière d'évaluation

- Méthodologie
- Méthode Discounted Cash Flow
- Analyse de sociétés comparables
- Analyse de transactions précédentes
- Analyse du cours de l'Action et évaluations courantes des analystes
- Analyse de la prime de rachat

Réflexions en matière d'évaluation

Méthodologie (1/4)

Remarques générales

- La méthode d'évaluation première utilisée pour établir une valeur des fonds propres équitable de l'Action Kuoni a consisté en l'analyse du cash-flow actualisé (DCF). L'analyse DCF fait partie des méthodes d'évaluation basées sur la valeur de rendement capitalisée, qui permettent de prendre en considération un grand nombre de facteurs spécifiques à l'entreprise
- Les divisions de Kuoni ont été considérées séparément les unes des autres et valorisées individuellement sur la base d'analyses DCF distinctes (méthode de la somme des parties). Les détails relatifs à cette approche sont fournis aux pages suivantes
- La plausibilité des hypothèses clés du Business plan sous-jacent fourni par la direction de Kuoni a été vérifiée dans le cadre de discussions spécifiques avec l'équipe de direction. Ces hypothèses ont également été confrontées à la performance historique de Kuoni, à l'évolution historique et escomptée des marchés, aux attentes des analystes actions ainsi qu'aux indices de référence du secteur
- Afin de vérifier de manière plus approfondie la plausibilité des résultats de l'analyse DCF, plusieurs méthodes d'évaluation basées sur la valeur de marché ont été utilisées
- La date d'évaluation est le 29 janvier 2016

Calcul de la valeur des fonds propres de l'Action Kuoni

- Les méthodes d'évaluation évoquées ci-avant ont été utilisées pour déterminer la valeur d'entreprise de Kuoni. La valeur des fonds propres a ensuite été calculée en retranchant de la valeur d'entreprise la dette financière nette et autres ajustements de positions équivalentes de dettes ou de liquidité
- La valeur des fonds propres par Action Kuoni est obtenue en divisant la valeur des fonds propres par le nombre d'actions Kuoni en circulation hors actions propres et compte tenu de la dilution due à des unités d'actions restreintes dans le cadre de programmes d'actions (actions diluées en circulation), sur la base des informations fournies par la direction

Calcul de la valeur des fonds propres de l'Action Kuoni (suite)

- L'ajustement de la valeur d'entreprise d'un montant de CHF 128.3 millions effectué par l'entreprise au 31 décembre 2015 («Ajustements de la Valeur d'Entreprise») comprend:
 - (i) dette financière nette de CHF 54.6 millions, y compris liquidité et équivalents de liquidité, dette financière à court et à long terme et avances sur client
 - (ii) autres éléments équivalents de liquidité ou de dette d'un montant de CHF 73.6 millions, y compris autres actifs financiers, participations minoritaires à la juste valeur, provisions à long terme ainsi que besoins minimum de liquidité opérationnelle de Kuoni

Calcul des actions concernées en circulation

Type d'action	Valeur nominale (en CHF)	Nombre d'actions
Actions de classe A émises	0.20	1249'500
Actions propres de classe A	0.20	0
Actions de classe A en circulation	0.20	1249'500
Actions de classe A concernées (entièrement diluées)	0.20	1249'500
Actions de classe B émises	1.00	3'748'500
Actions propres de classe B	1.00	72'675
Actions de classe B en circulation	1.00	3'675'825
Actions réservées au personnel de classe B ⁽¹⁾		71854
Actions de classe B concernées (entièrement diluées)	1.00	3'747'679
Total des actions en circulation concernées (entièrement diluées)		3'997'579

- Tous les calculs reposent sur le nombre total précis d'actions concernées en circulation indiqué dans le tableau ci-dessus. Pour des questions de lisibilité, ce nombre est toutefois arrondi à 4.0 millions lorsqu'il est évoqué aux pages suivantes

Réflexions en matière d'évaluation

Méthodologie (2/4)

Méthode d'évaluation basée sur la valeur de rendement capitalisée

Analyse du cash-flow actualisé (DCF)

- Parmi les méthodes d'évaluation basées sur la valeur de rendement capitalisée, l'analyse DCF est l'une des plus reconnues. La base de cette méthode d'évaluation est expliquée plus en détail dans les pages qui suivent

Méthodes d'évaluation basées sur la valeur de marché

Analyse de l'évolution historique du cours de l'Action et des objectifs de cours des analystes actions

- Tant les objectifs de cours actuels des analystes actions que l'évolution du cours de l'Action au cours des 12 derniers mois ont été analysés pour déterminer la valeur de marché actuelle de Kuoni

Analyse de sociétés comparables

- La valeur de marché actuelle par division de sociétés comparables cotées (pairs) a été analysée
- La fiabilité de l'évaluation obtenue à partir de cette méthode dépend du niveau de comparabilité entre Kuoni et ses pairs. Celui-ci est assuré notamment lorsque les sociétés présentent entre elles des similitudes concernant le modèle d'affaires, la taille, les profils de risque et d'opportunité ainsi que les profils de croissance et de rentabilité

Analyse de transactions précédentes

- Ce processus d'évaluation consiste à analyser des transactions de fusion-acquisition précédentes impliquant des sociétés cibles comparables à Kuoni au niveau des divisions (multiplicateurs de transaction)
- Les prix payés dans le cadre de ces transactions (et les évaluations que cela implique) dépendent fortement des intérêts propres aux parties et reflètent donc, dans une certaine mesure, des attributions de valeur subjectives. Il est par conséquent essentiel de procéder à une analyse précise des paramètres de la transaction en question

Analyse de la prime de rachat

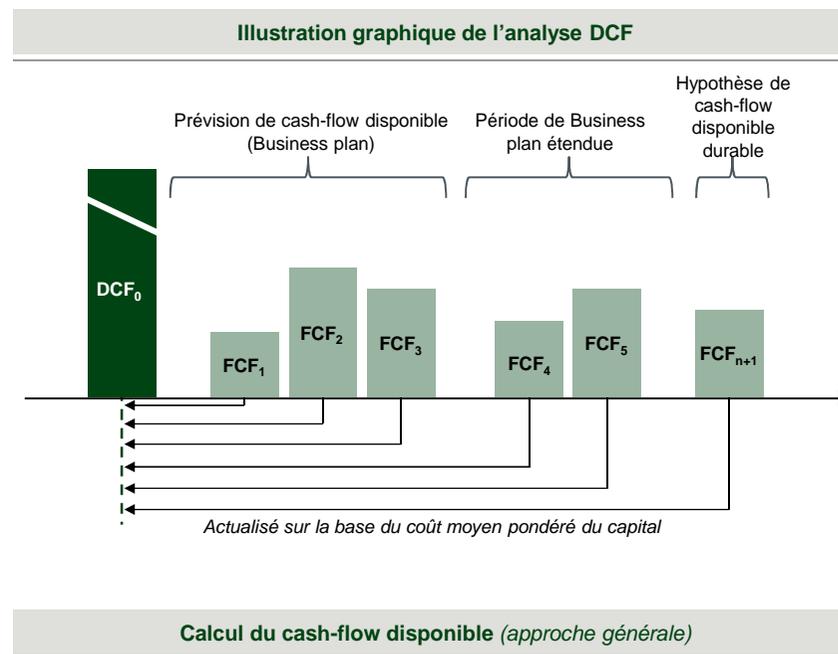
- Cette analyse compare la prime de rachat dans le cadre du prix de l'offre existant avec la prime de rachat dans le cadre de certaines acquisitions publiques précédentes en Suisse

Réflexions en matière d'évaluation

Méthodologie (3/4)

Analyse DCF: bases théoriques

- L'analyse DCF est basée sur le cash-flow disponible dans le futur avant les activités de financement. L'analyse considère donc les cash-flows mis à la disposition des bailleurs de fonds propres et étrangers. Ces cash-flows sont actualisés à la date d'évaluation, en utilisant le coût moyen pondéré du capital (CMPC), afin de refléter la valeur actuelle et le risque d'entrepreneur intrinsèque
- Les cash-flows disponibles sont établis sur la base du Business plan défini par la direction de Kuoni pour chaque division. Le tableau figurant en bas à droite de la page fait ressortir l'approche générale appliquée pour calculer le cash-flow annuel disponible, sur la base des revenus avant intérêts et impôts (EBIT)
- Pour les besoins de l'analyse DCF, le Business plan 2016-2018 a été étendu de deux ans (2019 et 2020)
- L'extension de la période de projection permet une convergence progressive entre les hypothèses économiques sous-jacentes du Business plan et les paramètres supposés pour le cash-flow disponible sur la durée. Cette extension est aussi en accord avec la performance historique, les évolutions escomptées des marchés importants et l'opinion à long terme des analystes actions
- Au-delà de la période du Business plan (2016-2018), des hypothèses sont posées sur le cash-flow disponible sur la durée. Celles-ci servent à calculer la valeur dite résiduelle. Cette dernière inclut la valeur de tous les cash-flows futurs qui suivent la période du Business plan
- Au final, la valeur d'entreprise est composée de la valeur actuelle des cash-flows disponibles pendant la période du Business plan (2016-2020) et de la valeur actuelle de la valeur résiduelle
- Le CMPC reflète les exigences de rendement des bailleurs de fonds propres et étrangers. Le coût des fonds propres est calculé selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Les hypothèses sur lesquelles repose le calcul du CMPC par division de Kuoni sont exposées dans les pages qui suivent



Cash-flow disponible:

Résultat opérationnel avant intérêts et impôts (EBIT)

– Impôts corrigés sur l'EBIT (sans effet de levier)

= Résultat net d'exploitation (RNE)

+ Amortissements sur l'actif immobilisé

– / + Investissement dans les / désinvestissement des actifs non courants

– / + Augmentation / diminution de l'actif circulant net

– / + Augmentation / diminution d'autres postes importants du bilan

= Cash-flow disponible

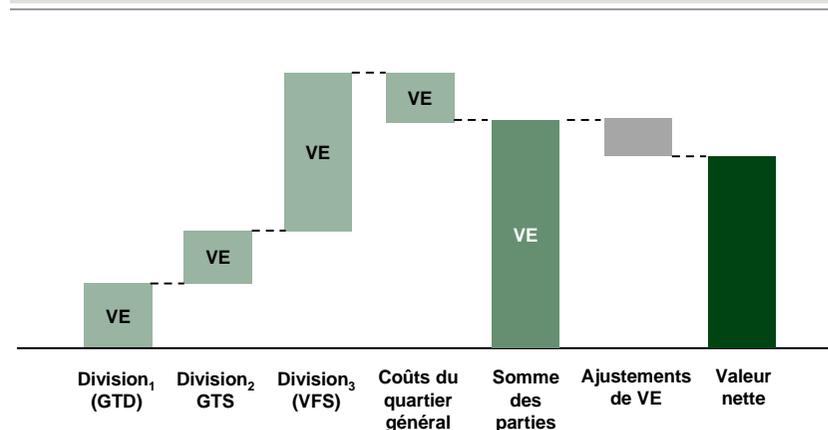
Réflexions en matière d'évaluation

Méthodologie (4/4)

Méthode de la somme des parties

- A fin 2015, le Groupe Kuoni comprenait trois divisions: GTD, GTS et VFS. Ces trois divisions sont très différentes en termes d'activités commerciales, de présence géographique, de niveaux de rentabilité et de potentiel de croissance rentable
- Afin de représenter les caractéristiques spécifiques de chacune des trois divisions, elles ont été valorisées individuellement les unes des autres, c'est-à-dire sur la base de trois analyses DCF distinctes reposant chacune sur un ensemble propre de paramètres et d'hypothèses économiques
- Le Groupe Kuoni comprend aussi un corporate center (siège, HQ) qui regroupe toutes les fonctions administratives centrales telles que les ressources humaines, la communication, le controlling, le service juridique, la fiscalité et autres. Ces frais de siège ont été pris en compte dans une (quatrième) analyse DCF distincte
- La méthodologie DCF décrite et illustrée à la page précédente a été systématiquement appliquée aux trois divisions ainsi qu'aux frais de siège
- Les valeurs d'entreprise obtenues individuellement pour les trois divisions et pour le siège (les quatre parties) ont été additionnées (somme des parties) pour obtenir la valeur d'entreprise du Groupe Kuoni
- Pour lever toute ambiguïté: tous les aspects de la valorisation, y compris les analyses de sociétés et de transactions comparables ont été traités séparément et spécifiquement pour chacune des trois divisions

Illustration graphique de la méthode de la somme des parties



Restriction importante

- Il est à noter que l'interprétation des trois valeurs décisionnelles se limite aux besoins de la présente Fairness Opinion. Elles représentent les valeurs des trois divisions dans leur exploitation actuelle, sur la base de la continuité de l'exploitation et en tant qu'une partie d'un groupe intégré. Elles ne représentent en aucun cas les valeurs des divisions prises en tant qu'entités autonomes
- Ces trois divisions partagent des parts importantes de leurs exploitations, y compris des succursales locales ou des infrastructures fournies par le groupe. Elles bénéficient aussi d'avantages de ventes croisées. Ces éléments devraient être pris en compte si les divisions devaient être valorisées sur une base indépendante

Réflexions en matière d'évaluation

Méthode Discounted Cash Flow: calcul du CMPC

Coût des fonds propres

- **Taux sans risque:** les activités commerciales de Kuoni sont géographiquement bien diversifiées, tant en termes de CA que d'allocation des actifs. Les taux sans risque pondérés du CA de chacune des trois divisions ont été calculés sur la base des rendements courants des obligations gouvernementales à 10 ans respectives des pays en question
- **Bêta:** le bêta corrigé de l'endettement est obtenu des bêtas de régression de sociétés cotées comparables et ajusté au bêta médian du groupe témoin («relevered»). A la date de valorisation, les bêtas corrigés de l'endettement de GTD, GTS et VFS étaient de respectivement 0.94, 1.04 et 0.67
- **Prime de risque de marché:** une prime de risque de marché de 6.9% est appliquée. Selon Duff & Phelps, il s'agit de la différence entre le rendement global annuel moyen sur les actions de petites sociétés cotées («low cap») et le revenu annuel moyen sur les obligations d'Etat à long terme (période de 1926 à 2014)⁽¹⁾. Une prime de taille est par conséquent incluse

Coût de la dette

- **Coût de la dette avant impôts:** le coût de la dette avant impôts des trois divisions a été calculé sur la base du rendement à l'échéance de l'obligation cotée en circulation de Kuoni. Cela présuppose, là aussi, l'affiliation des trois divisions au groupe
- **Taux d'imposition:** le taux d'imposition escompté à long terme de Kuoni a été appliqué comme taux d'imposition des divisions pour calculer le coût de la dette après impôts

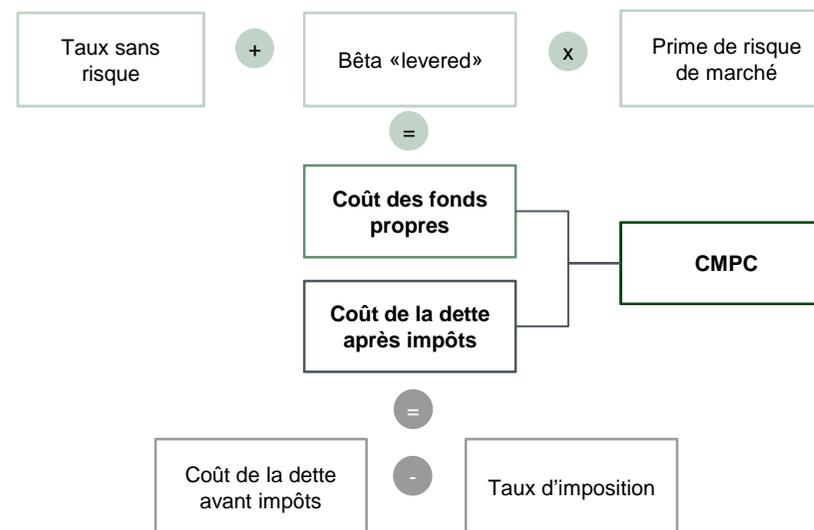
Structure du capital

- Le taux d'endettement médian du groupe témoin s'élevait à respectivement 5.2%, 0.0% et 17.6% pour GTD, GTS et VFS

CMPC spécifique au siège

- Un CMPC composé a été calculé pour le siège sur la base des CMPC des divisions en pondérant par la répartition du bénéfice brut du groupe par division

Coût moyen pondéré du capital (CMPC)⁽²⁾ – Concept



Coût moyen pondéré du capital (CMPC)⁽²⁾ – Valeurs par division

Division	«Levered» beta	Prime de risque de marché	Taux sans risque	Coût de la dette avant impôts	Taux d'imposition	CMPC
GTD	0.97	6.9%	2.6%	15%	25.0%	8.9%
GTS	1.04	6.9%	2.0%	15%	25.0%	9.2%
VFS	0.78	6.9%	4.4%	15%	23.0%	8.2%

Source: Bloomberg, Factset, données d'entreprise Kuoni, Duff & Phelps

(1) Hors période 1942-1951, en raison de la distorsion des taux d'intérêt de la Seconde guerre mondiale

(2) Davantage de détails sur le CMPC sont fournis à l'Annexe 1

Réflexions en matière d'évaluation

Méthode Discounted Cash Flow: paramètres d'évaluation pour GTD

Hypothèses quant au Business plan

Hypothèses générales

- Le Business plan de la division GTD est la première base d'information pour l'analyse DCF. Les hypothèses sous-jacentes et la plausibilité des projections ont été discutées avec la direction de la division
- Les projections ont été étendues sur deux années supplémentaires par N+1, 2019 et 2020 (la période de Business plan étendue) – après des discussions avec la direction et reflétant les prévisions du marché à long terme

Projections en terme de chiffre d'affaires

- Le taux de croissance annuel composé (CAGR) 2016-2020 du chiffre d'affaires s'établit à 5.2%. Cela est conforme au CAGR (2012-2015) historique de la division de 5.1%. Les principaux moteurs de croissance sont les suivants: (i) la croissance persistante du marché intermédiaire pour l'hébergement, en particulier en Asie, (ii) les principaux acteurs comme Kuoni gagnent des parts de marché et consolident le marché, et (iii) de nouveaux produits numériques et une offre de services étendue par GTD

Marges EBITA

- La marge EBITA moyenne sur la période de projection 2016-2020 s'élève à 3.1%. Historiquement (2012-2015), la division a réalisé une moyenne de 3.7% sur fond de tendance baissière. Une stratégie de croissance ciblée (zones balnéaires et urbaines) et la combinaison de plateformes technologiques avec d'autres grands acteurs devraient soutenir à l'avenir la rentabilité. Dans l'ensemble, la marge EBITA devrait se stabiliser à un niveau inférieur sur la période de projection

Taux d'imposition

- En concertation avec la direction, un taux d'imposition effectif de 25.0% est retenu pour l'ensemble de la période de projection

Dépenses d'investissement et amortissement

- Pendant la période de planification, les dépenses d'investissement représenteront en moyenne 0.5% de CA. L'amortissement portant sur toute la période de planification correspondra en moyenne à 89.1% des dépenses d'investissement

Hypothèses quant au Business plan (suite)

Actif circulant net (ACN)

- Les évolutions de l'actif circulant net sont fondées sur les projections de bilan du groupe pour la période de 2016 à 2018. Kuoni prépare ces projections sur une base de personne morale et bottom-up pour le groupe entier. Une allocation directe aux divisions n'est donc pas possible
- Les évolutions divisionnelles de l'ACN ont été dérivées par rapport aux contributions au bénéfice brut de chaque division. La direction recommande cette méthodologie pour établir la meilleure estimation. Dans l'ensemble, il convient de noter que l'évolution en glissement annuel de l'actif circulant net est très minime et a un impact marginal sur l'évaluation

Hypothèses quant à la valeur résiduelle

- La valeur résiduelle est calculée sur la base d'un taux de croissance perpétuelle supposé de 1.5%, ce qui correspond aux prévisions des analystes actions pour Kuoni et à la croissance de marché prévue sur le long terme

Résultats d'évaluation et sensibilité

- L'analyse DCF aboutit à une valeur d'entreprise de CHF 708.9 millions au 29 janvier 2016

		Croissance perpétuelle des revenus				
		1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%
CMPC	9.4%	630.6	646.9	664.3	682.8	702.6
	9.1%	649.8	667.3	685.9	705.7	727.0
	8.9%	670.3	688.9	708.9	730.2	753.1
	8.6%	692.0	712.1	733.5	756.5	781.3
	8.4%	715.3	736.8	759.9	784.8	811.6

Réflexions en matière d'évaluation

Méthode Discounted Cash Flow: paramètres d'évaluation pour GTS

Hypothèses quant au Business plan

Hypothèses générales

- Le Business plan de la division GTS est la première base d'information pour l'analyse DCF. Les hypothèses sous-jacentes et la plausibilité des projections ont été discutées avec la direction de la division
- Les projections ont été étendues sur deux années supplémentaires par N+1, 2019 et 2020 (la période de Business plan étendue) – après des discussions avec la direction et reflétant les prévisions du marché à long terme

Projections en terme de chiffre d'affaires

- Globalement, les niveaux de chiffre d'affaires devraient rester conformes aux niveaux de 2016 sur la période de planification. Les activités se sont contractées à un CAGR de 6.3% entre 2012 et 2015. Cette évolution devrait toutefois se stabiliser, de nouveaux partenariats stratégiques (p. ex. en Chine avec HNA Tourism) et des segments de clientèle en croissance (p. ex. MICE) sont ciblés spécifiquement. Dans l'ensemble, la division mettra davantage l'accent sur la rentabilité aux dépens de la croissance du chiffre d'affaires

Marges EBITA

- La marge EBITA moyenne 2016-2020 se monte à 1.7% sur la période de planification. Historiquement (2012-2015), la Société a réalisé une moyenne de 0.6%. Toutefois, au vu des frais de restructuration exceptionnels engagés en 2015 et du modèle d'affaires modifié, la moyenne historique de 1.6% pour 2012-2014 devrait être utilisée à titre de référence. De plus, en 2015, des mesures décisives ont été mises en place afin (i) d'augmenter l'efficacité de CA par une concentration sur des comptes clients rentables, et (ii) de réduire les charges opérationnelles. Ces mesures ne permettent pas d'établir un «EBITA normalisé» pour 2015

Taux d'imposition

- En concertation avec la direction, un taux d'imposition effectif de 25.0% est retenu pour l'ensemble de la période de projection

Dépenses d'investissement et amortissement

- Pendant la période de planification, les dépenses d'investissement représenteront en moyenne 0.4% de CA. L'amortissement portant sur toute la période de planification correspondra en moyenne à 93.5% des dépenses d'investissement

Hypothèses quant au Business plan (suite)

Actif circulant net (ACN)

- Les évolutions de l'actif circulant net sont fondées sur les projections de bilan du groupe pour la période de 2016 à 2018. Kuoni prépare ces projections sur une base de personne morale et bottom-up pour le groupe entier. Une allocation directe aux divisions n'est donc pas possible
- Les évolutions divisionnelles de l'ACN ont été dérivées par rapport aux contributions au bénéfice brut de chaque division. La direction recommande cette méthodologie pour établir la meilleure estimation. Dans l'ensemble, il convient de noter que l'évolution en glissement annuel de l'actif circulant net est très minime et a un impact marginal sur l'évaluation

Hypothèses quant à la valeur résiduelle

- La valeur résiduelle est calculée sur la base d'un taux de croissance perpétuelle supposé de 1.0%, ce qui correspond aux prévisions des analystes actions pour Kuoni et à la croissance de marché prévue sur le long terme

Résultats d'évaluation et sensibilité

- L'analyse DCF aboutit à une valeur d'entreprise de CHF 163.6 millions au 29 janvier 2016

		Croissance perpétuelle des revenus				
		0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%
CMPC	9.7%	145.0	149.1	153.4	158.1	163.0
	9.4%	149.3	153.7	158.3	163.3	168.5
	9.2%	154.0	158.6	163.6	168.8	174.4
	8.9%	158.9	163.9	169.1	174.7	180.7
	8.7%	164.2	169.4	175.0	181.0	187.4

Réflexions en matière d'évaluation

Méthode Discounted Cash Flow: paramètres d'évaluation pour VFS

Hypothèses quant au Business plan

Hypothèses générales

- Le Business plan de la division VFS est la première base d'information pour l'analyse DCF. Les hypothèses sous-jacentes et la plausibilité des projections ont été discutées avec la direction de la division
- Les projections ont été étendues sur deux années supplémentaires chez N+1, 2019 et 2020 (la période de Business plan étendue) – après des discussions avec la direction et reflétant les prévisions du marché à long terme

Projections en terme de chiffre d'affaires

- La direction prévoit une croissance des niveaux de CA à un CAGR de 7.0% entre 2016 et 2020. Les activités ont progressé à un CAGR de 15.5% entre 2012 et 2015. Selon la direction, la forte croissance observée ces dernières années a été alimentée par les importants contrats d'externalisation qui ont été gagnés. Les prévisions de croissance de la direction combinent la croissance générale de l'activité de voyage mondiale (plus de 3.0%, CAGR 2014-2030) et une part croissante de demandes de visa externalisées

Marges EBITA

- La marge EBITA moyenne 2016-2020 se monte à 16.9% sur la période de planification. Historiquement (2012-2015), la Société a réalisé une moyenne de 17.5%. La configuration opérationnelle de l'activité VFS est définie par les accords contractuels passés avec les gouvernements. Les évolutions des marges sont donc très prévisibles et comparativement stables

Taux d'imposition

- Des mesures d'optimisation fiscale sont actuellement mises en place et la direction prévoit des taux d'imposition effectifs s'établissant à 23.0% pour cette division

Dépenses d'investissement et amortissement

- Pendant la période de planification, les dépenses d'investissement représenteront en moyenne 3.3% de CA. L'amortissement portant sur toute la période de planification correspondra en moyenne à 117.0% des dépenses d'investissement. Cela s'explique par des investissements exceptionnellement élevés (c.-à-d. inscriptions biométriques) au cours des années précédentes. Le calcul de la valeur résiduelle se base sur l'hypothèse d'un retour de l'amortissement aux niveaux ordinaires

Hypothèses quant au Business plan (suite)

Actif circulant net (ACN)

- Les évolutions de l'actif circulant net sont fondées sur les projections de bilan du groupe pour la période de 2016 à 2018. Kuoni prépare ces projections sur une base de personne morale et bottom-up pour le groupe entier. Une allocation directe aux divisions n'est donc pas possible
- Les évolutions divisionnelles de l'ACN ont été dérivées par rapport aux contributions au bénéfice brut de chaque division. La direction recommande cette méthodologie pour établir la meilleure estimation. Dans l'ensemble, il convient de noter que l'évolution en glissement annuel de l'actif circulant net est très minime et a un impact marginal sur l'évaluation

Hypothèses quant à la valeur résiduelle

- La valeur résiduelle est calculée sur la base d'un taux de croissance perpétuelle supposé de 2.0%, ce qui correspond aux prévisions des analystes actions pour Kuoni et à la croissance de marché prévue sur le long terme

Résultats d'évaluation et sensibilité

- L'analyse DCF aboutit à une valeur d'entreprise de CHF 756.5 millions au 29 janvier 2016

		Croissance perpétuelle des revenus				
		1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
CMPC	8.7%	654.9	676.3	699.2	723.9	750.5
	8.5%	679.0	702.0	726.7	753.5	782.5
	8.2%	704.8	729.6	756.5	785.7	817.4
	8.0%	732.6	759.6	788.8	820.6	855.4
	7.7%	762.6	792.0	823.9	858.8	897.0

Réflexions en matière d'évaluation

Méthode Discounted Cash Flow: paramètres d'évaluation pour le siège

Hypothèses quant au Business plan

Hypothèses générales

- Le Groupe Kuoni comprend aussi un corporate center (siège, HQ) qui regroupe toutes les fonctions administratives centrales telles que les ressources humaines, la communication, le controlling, le service juridique, la fiscalité et autres
- Les coûts liés au siège sont reflétés en tant que contribution distincte du cash-flow (négatif) au résultat d'ensemble du groupe

Projections en terme de chiffre d'affaires

- Pas de chiffre d'affaires externe

EBITA

- Les niveaux EBITA projetés du Business plan (moyenne) ont été utilisés comme base pour l'analyse DCF. Une moyenne EBITA de CHF -20.3 millions a été considérée pour le période de projection de 2016 à 2020
- Le Business plan pour le siège tient compte de l'optimisation et du redimensionnement du groupe après la vente de l'activité de voyageur

Taux d'imposition

- Un taux d'imposition sur les sociétés effectif moyen d'env. 20.0% a été considéré pour l'ensemble de la période de projection de 2016 à 2020, conformément aux projections de la direction

Dépenses d'investissement et amortissement

- Les actifs nécessaires pour la fourniture de services centralisés, tels que les services informatiques, sont achetés et comptabilisés par le siège. Ces services ne sont pas directement alloués aux divisions. La planification des dépenses d'investissement et l'amortissement correspondant fournis par la direction de Kuoni ont été utilisés comme base pour l'analyse DCF

Hypothèses quant au Business plan (suite)

Actif circulant net (ACN)

- Les niveaux d'actif circulant net sont entièrement attribuables aux divisions opérationnelles du groupe

Hypothèses quant à la valeur résiduelle

- La valeur résiduelle est calculée sur la base d'un taux de croissance perpétuelle supposé de 1.56%. Les taux de croissance perpétuelle des trois divisions opérationnelles ont été utilisés comme base pour le siège (pondéré par la contribution au bénéfice brut de chaque division)

Résultats d'évaluation et sensibilité

- L'analyse DCF aboutit à une valeur d'entreprise de CHF 224.1 millions au 29 janvier 2016

		Croissance perpétuelle des revenus				
		1.06%	1.31%	1.56%	1.81%	2.06%
CMPC	9.2%	(200.9)	(205.1)	(209.7)	(214.6)	(219.8)
	8.9%	(207.1)	(211.7)	(216.7)	(222.0)	(227.6)
	8.7%	(213.8)	(218.8)	(224.1)	(229.9)	(236.0)
	8.4%	(220.9)	(226.3)	(232.1)	(238.4)	(245.1)
	8.2%	(228.6)	(234.4)	(240.7)	(247.5)	(254.9)

Réflexions en matière d'évaluation

Méthode Discounted Cash Flow: Groupe Kuoni (somme des parties)

Evaluation du groupe et sensibilité

- L'analyse DCF comprend également la réalisation d'une analyse de sensibilité en appliquant des changements progressifs aux facteurs-clés de création de valeur. Ces deux facteurs sont le taux de croissance perpétuelle et le CMPC. Les sensibilités sont calculées séparément pour chaque division (comme illustré aux pages précédentes)
- En fonction des risques d'affaires spécifiques et des perspectives de croissance, différents CMPC et taux de croissance perpétuelle ont été appliqués à chaque division. Les fourchettes de sensibilité correspondantes divergent également
- Les fourchettes de sensibilité divisionnelles ont été additionnées pour dériver la fourchette d'évaluation correspondante pour le Groupe Kuoni dans son ensemble:

Croissance perpétuelle des revenus

		Bas	Moyen	Haut		
CMPC	Haut	1'230	1'267	1'307	1'350	1'397
		1'271	1'312	1'355	1'401	1'451
	Moyen	1'316	1'359	1'405	1'455	1'509
		1'363	1'409	1'460	1'514	1'573
	Bas	1'414	1'464	1'519	1'577	1'642

Calcul de la valeur de l'Action Kuoni

- Afin de déterminer la valeur des fonds propres de Kuoni, les ajustements de la valeur d'entreprise de CHF 128.3 millions ont été déduits de la valeur d'entreprise. Il en résulte une valeur des fonds propres de CHF 1'405 millions au 29 janvier 2016
- Au 29 janvier 2016, la valeur par Action se monte à CHF 319
- L'analyse de sensibilité des facteurs-clés de création de valeur a pour résultat une valeur par Action Kuoni comprise entre CHF 296 (bas de la fourchette) et CHF 347 (haut de la fourchette) au 29 janvier 2016

Mio. CHF	Bas	Moyen	Haut
Valeur actuelle des cash flows disponibles	372	375	378
Valeur actuelle de la valeur résiduelle	940	1'030	1'135
Valeur d'entreprise	1'311	1'405	1'513
Ajustements de la valeur d'entreprise	(128)	(128)	(128)
Valeur nette	1'183	1'277	1'385
Actions diluées en circulation (Mio.)	4.0	4.0	4.0
Valeur par Action (CHF)	296	319	347

Réflexions en matière d'évaluation

Analyse de sociétés comparables (1/2)

GTD

Sélection de sociétés comparables

- Les sociétés comparables identifiées comprennent (i) des distributeurs de produits de voyage, tels que les opérateurs de réseaux de distribution mondiaux ainsi que (ii) des agences de voyage en ligne et un prestataire de services de réservations de vols en ligne
- Afin de garantir un choix de sociétés adéquates pour la comparaison au sein d'un vaste univers, la sélection de sociétés comparables a été confrontée aux évaluations actuelles des analystes actions et des études de marché
- Voir Annexe 2 pour plus de détails

Méthodologie d'évaluation

- La valeur d'entreprise («VE») des sociétés comparables sélectionnées a été calculée sur la base de leur capitalisation boursière actuelle (au 29 janvier 2016) et de leurs dernières dettes / liquidité effective disponible nette(s) (y c. éléments équivalents de dettes et de liquidité)
- Cette valeur a été confrontée à l'estimation consensuelle EBITDA pour l'exercice financier 2016 pour chaque société comparable (consensus IBES). Un ajustement du calendrier a été effectué pour les sociétés présentant des exercices financiers différents
- La médiane des multiplicateurs en résultant (9.3x) a été appliquée aux estimations d'EBITDA de GTD pour 2016, ce qui aboutit à la valeur d'entreprise suivante pour GTD:

Entreprises comparables GTD VE/EBITDA 2016	Bas	Moyen	Haut
Valeur d'entreprise en résultant (Mio. CHF)	634	705	775

GTS

Sélection de sociétés comparables

- L'univers des sociétés cotées parfaitement comparables est très limité. Les sociétés comparables ont été sélectionnées sur la base de leurs modèles d'affaires comprenant (i) des services à destination distribués par les canaux de gros (B2B), et/ou (ii) des services de voyage en groupe
- Afin de garantir un choix de sociétés adéquates pour la comparaison au sein d'un vaste univers, la sélection de sociétés comparables a été confrontée aux évaluations actuelles des analystes actions et des études de marché
- Voir Annexe 2 pour plus de détails

Méthodologie d'évaluation

- La VE des sociétés comparables sélectionnées a été calculée sur la base de leur capitalisation boursière actuelle (au 29 janvier 2016) et de leurs dernières dettes / liquidité effective disponible nette(s) (y c. éléments équivalents de dettes et de liquidité)
- Cette valeur a été confrontée à l'estimation consensuelle EBITDA pour l'exercice financier 2016 pour chaque société comparable (consensus IBES). Un ajustement du calendrier a été effectué pour les sociétés présentant des exercices financiers différents
- La médiane des multiplicateurs en résultant (5.6x) a été appliquée aux estimations d'EBITDA de GTS pour 2016, ce qui aboutit à la valeur d'entreprise suivante pour GTS:

Entreprises comparables GTS VE/EBITDA 2016	Bas	Moyen	Haut
Valeur d'entreprise en résultant (Mio. CHF)	37	41	45

Réflexions en matière d'évaluation

Analyse de sociétés comparables (2/2)

VFS

Sélection de sociétés comparables

- La division VFS de Kuoni opère avec un modèle d'affaires très spécifique. Il n'y a aucune société cotée parfaitement comparable avec laquelle il serait possible d'établir une comparaison directe. Des prestataires de services (spécialisés) dédiés au gouvernement et au secteur privé ont donc été utilisés à titre de référence la plus proche
- Afin de garantir un choix de sociétés adéquates pour la comparaison au sein d'un vaste univers, la sélection de sociétés comparables a été confrontée aux évaluations actuelles des analystes actions et des études de marché
- Voir Annexe 2 pour plus de détails

Méthodologie d'évaluation

- La VE des sociétés comparables sélectionnées a été calculée sur la base de leur capitalisation boursière actuelle (au 29 janvier 2016) et de leurs dernières dettes / liquidité effective disponible nette(s) (y c. éléments équivalents de dettes et de liquidité)
- Cette valeur a été confrontée à l'estimation consensuelle EBITDA pour l'exercice financier 2016 pour chaque société comparable (consensus IBES). Un ajustement du calendrier a été effectué pour les sociétés présentant des exercices financiers différents
- La médiane des multiplicateurs en résultant (11.8x) a été appliquée aux estimations d'EBITDA de VFS pour 2016, ce qui aboutit à la valeur d'entreprise suivante pour VFS:

Entreprises comparables VFS VE/EBITDA 2016	Bas	Moyen	Haut
Valeur d'entreprise en résultant (Mio. CHF)	694	771	848

Siège

Méthodologie d'évaluation

- Le siège fait partie intégrante du Groupe Kuoni. Ses activités sont indissociablement liées aux activités des trois divisions opérationnelles et du groupe en tant que tel
- Par conséquent, les multiplicateurs dérivés pour chaque division opérationnelle ont été utilisés comme base pour l'évaluation du siège. Les trois multiplicateurs ont été pondérés sur la base de leurs contributions relative à l'EBITDA pour 2016
- La médiane des multiplicateurs en résultant (10.3x) a été appliquée aux estimations d'EBITDA du siège pour 2016, ce qui aboutit à la valeur d'entreprise suivante pour le siège:

Entreprises comparables HQ VE/EBITDA 2016	Bas	Moyen	Haut
Valeur d'entreprise en résultant (Mio. CHF)	(156)	(173)	(190)

Réflexions en matière d'évaluation

Sociétés comparables: Groupe Kuoni (somme des parties)

Sociétés comparables

- Les fourchettes de sensibilité divisionnelles ont été additionnées pour dériver la fourchette d'évaluation correspondante pour le Groupe Kuoni dans son ensemble:
- L'analyse des sociétés comparables aboutit à une valeur d'entreprise de CHF 1'344 millions au 29 janvier 2016 (la valeur centrale)

Entreprises comparables Groupe VE/EBITDA 2016	Bas	Moyen	Haut
Valeur d'entreprise en résultant (Mio. CHF)	1'210	1'344	1'478

- Sur la base de 4.0 millions d'Actions diluées en circulation, une valeur par Action de CHF 304 (point médian) a été établie au 29 janvier 2016

Mio. CHF	Bas	Moyen	Haut
Valeur d'entreprise	1'210	1'344	1'478
Ajustements de la valeur d'entreprise	(128)	(128)	(128)
Valeur nette	1'081	1'216	1'350
Actions diluées en circulation (Mio.)	4.0	4.0	4.0
Valeur par Action (CHF)	271	304	338

Réflexions en matière d'évaluation

Analyse de transactions précédentes (1/2)

GTD

Sélection de transactions précédentes

- Le principal critère de décision pour la sélection de transactions comparables est la comparabilité de la société cible avec le modèle d'affaires et les principales activités de la division GTD de Kuoni
- Le groupe de sociétés comparables visées par la transaction comprend tous les prestataires de services de réservation de voyage électroniques/en ligne ainsi que des prestataires informatiques spécialisés dans le secteur des voyages
- L'analyse couvre la période allant de 2006 à 2015. Les transactions pour lesquelles aucun détail financier n'a été publié ainsi que celles présentant un volume implicite inférieur à CHF 50 millions n'ont pas été prises en considération dans cette analyse
- Voir annexe 3 pour plus de détails

Méthodologie d'évaluation

- Pour les transactions précédentes sélectionnées, la VE implicite et le multiplicateur VE/EBITDA historique implicite (multiplicateurs de transaction) ont été calculés
- Puis, dans un deuxième temps, la médiane des multiplicateurs de transaction calculés (8.4x) a été appliquée à l'EBITDA de GTD pour 2015. Il en est ressorti une valeur d'entreprise pour la division GTD. Dans le cadre de cette méthode, on a eu recours volontairement à un EBITDA historique (ici 2015), puisque les multiplicateurs de transaction sont aussi calculés au moyen des valeurs historiques

Transactions précédentes GTD VE/EBITDA 2015	Bas	Moyen	Haut
Valeur d'entreprise en résultant (Mio. CHF)	562	625	687

GTS

Sélection de transactions précédentes

- S'agissant de l'analyse de transactions comparables, des transactions comparables ont principalement été identifiées afin de correspondre à l'activité principale de GTS dans le segment des voyages de groupe
- Des transactions comparables incluent presque exclusivement des sociétés cibles prestataires de services de voyage
- L'analyse couvre la période allant de 2006 à 2015. Les transactions pour lesquelles aucun détail financier n'a été publié ainsi que celles présentant un volume implicite inférieur à CHF 50 millions n'ont pas été prises en considération dans cette analyse
- Voir annexe 3 pour plus de détails

Méthodologie d'évaluation

- Pour les transactions précédentes sélectionnées, la VE implicite et le multiplicateur VE/EBITDA historique implicite (multiplicateurs de transaction) ont été calculés
- Puis, dans un deuxième temps, la médiane des multiplicateurs de transaction calculés (9.4x) a été appliquée à l'EBITDA de GTS pour 2016. Il en est ressorti une valeur d'entreprise pour la division GTS. Contrairement à ce qui a été fait pour les autres divisions, l'EBITDA 2016 a été utilisé pour GTS. L'EBITDA 2015 a été biaisé par des effets exceptionnels et la perte enregistrée. Des mesures de restructuration importantes ont été élaborées et sont mises en œuvre. Ainsi, 2016 offre une base plus significative

Transactions précédentes GTS VE/EBITDA 2016	Bas	Moyen	Haut
Valeur d'entreprise en résultant (Mio. CHF)	62	69	76

Réflexions en matière d'évaluation

Analyse de transactions précédentes (2/2)

VFS

Sélection de transactions précédentes

- VFS opère avec un modèle d'affaires très spécifique. Transactions impliquant des sociétés cibles concentrées sur des prestataires de services spécialisés dans les secteurs privé et gouvernemental
- L'analyse couvre la période allant de 2006 à 2015. Les transactions pour lesquelles aucun détail financier n'a été publié ainsi que celles présentant un volume implicite inférieur à CHF 50 millions n'ont pas été prises en considération dans cette analyse
- Voir annexe 3 pour plus de détails

Méthodologie d'évaluation

- Pour les transactions précédentes sélectionnées, la VE implicite et le multiplicateur VE/EBITDA historique implicite (multiplicateurs de transaction) ont été calculés
- Puis, dans un deuxième temps, la médiane des multiplicateurs de transaction calculés (11.3x) a été appliquée à l'EBITDA de VFS pour 2015. Il en est ressorti une valeur d'entreprise pour la division VFS. Dans le cadre de cette méthode, on a eu recours volontairement à un EBITDA historique (ici 2015), puisque les multiplicateurs de transaction sont aussi calculés au moyen des valeurs historiques

Transactions précédentes VFS VE/EBITDA 2015	Bas	Moyen	Haut
Valeur d'entreprise en résultant (Mio. CHF)	666	740	814

Siège

Méthodologie d'évaluation

- Le siège fait partie intégrante du Groupe Kuoni. Ses activités sont indissociablement liées aux activités des trois divisions opérationnelles et du groupe en tant que tel
- Par conséquent, les multiplicateurs dérivés pour chaque division opérationnelle ont été utilisés comme base pour l'évaluation du siège. Les trois multiplicateurs ont été pondérés sur la base de leurs contributions relative à l'EBITDA pour 2016
- La médiane des multiplicateurs de transaction pondérés en résultant (9.8x) a été appliquée aux estimations d'EBITDA du siège pour 2016, ce qui aboutit à la valeur d'entreprise suivante pour le siège. Pour le siège, l'EBITDA 2016 a été utilisé étant donné que l'EBITDA 2015 a été biaisé par des effets exceptionnels

Transactions précédentes HQ VE/EBITDA 2016	Bas	Moyen	Haut
Valeur d'entreprise en résultant (Mio. CHF)	(148)	(165)	(181)

Réflexions en matière d'évaluation

Transactions précédentes: Groupe Kuoni (somme des parties)

Transactions comparables

- Les fourchettes de sensibilités divisionnelles ont été additionnées pour dériver la fourchette d'évaluation correspondante pour le Groupe Kuoni dans son ensemble:
- L'analyse des sociétés comparables aboutit à une valeur d'entreprise de CHF 1'269 millions au 29 janvier 2016 (la valeur centrale)

Transactions précédentes Groupe VE/EBITDA 2015	Bas	Moyen	Haut
Valeur d'entreprise en résultant (Mio. CHF)	1'142	1'269	1'396

- Sur la base de 4.0 millions d'Actions diluées en circulation, une valeur par Action de CHF 285 (point médian) a été établie au 29 janvier 2016

Mio. CHF	Bas	Moyen	Haut
Valeur d'entreprise	1'142	1'269	1'396
Ajustements de la valeur d'entreprise	(128)	(128)	(128)
Valeur nette	1'014	1'141	1'268
Actions diluées en circulation (Mio.)	4.0	4.0	4.0
Valeur par Action (CHF)	254	285	317

Réflexions en matière d'évaluation

Analyse du cours de l'Action et évaluations courantes des analystes actions

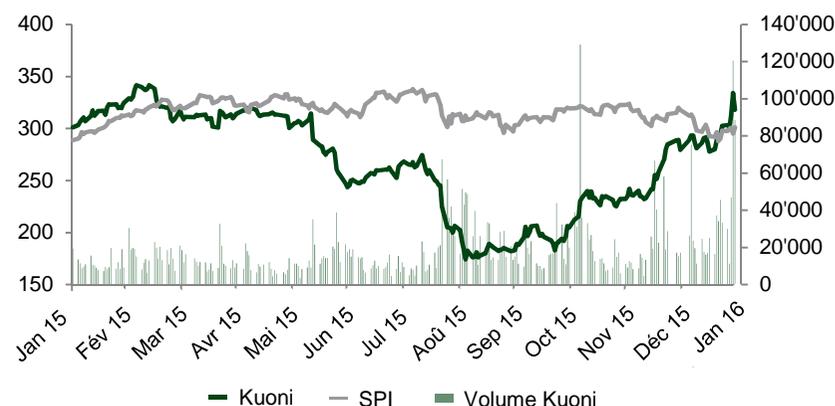
Evolution du cours de l'Action et des volumes de négoce

- Le cours de clôture du 29 janvier 2016 était de CHF 318, considérablement affecté par les spéculations de rachat suite aux articles parus dans la presse et aux communiqués de presse de la société publiés le 5 janvier 2016 et le 28 janvier 2016
 - Depuis décembre 2015, Kuoni a considérablement surperformé le SPI
 - Le cours de l'Action évoluait dans une fourchette de CHF 174 à CHF 342
 - Le cours moyen de l'Action sur la période a été de CHF 266

Estimations des analystes actions

- Une évaluation des points de vue des analystes actions publiés actuellement laisse entrevoir un tableau mitigé s'agissant des recommandations d'achat et de détention
- L'objectif de cours moyen parmi tous les analystes est d'environ CHF 269 par Action
 - Abstraction faite des deux valeurs extrêmes (la plus haute et la plus basse), l'objectif de cours moyen de l'Action est situé entre CHF 250 et CHF 315

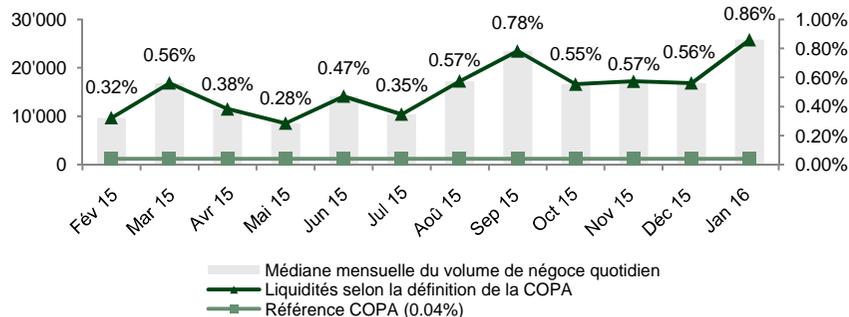
Cours de l'Action et volumes de négoce



Estimations des analystes actions

Date	Analyste	Recommandation	Objectif de cours
29-Jan-16	Baader-Helvea	Achat	275
29-Jan-16	Kepler Cheuvreux	n.d.	n.d.
29-Jan-16	Natixis	Détention	250
29-Jan-16	MainFirst Bank AG	Achat	380
28-Jan-16	AlphaValue	Vente	253
13-Jan-16	J.P. Morgan	Détention	315
06-Jan-16	Zürcher Kantonalbank	Détention	n.d.
05-Jan-16	Credit Suisse	n.d.	n.d.
04-Jan-16	Bank Vontobel	Détention	220
23-Déc-15	EVA Dimensions	Vente	n.d.
16-Déc-15	Bank am Bellevue	Achat	250
Moyenne⁽¹⁾			269
Médiane⁽¹⁾			253

Analyse de liquidité



- Les données sous-jacentes à l'analyse de liquidité ont été obtenues de SIX Swiss Stock Exchange, comme requis par la COPA

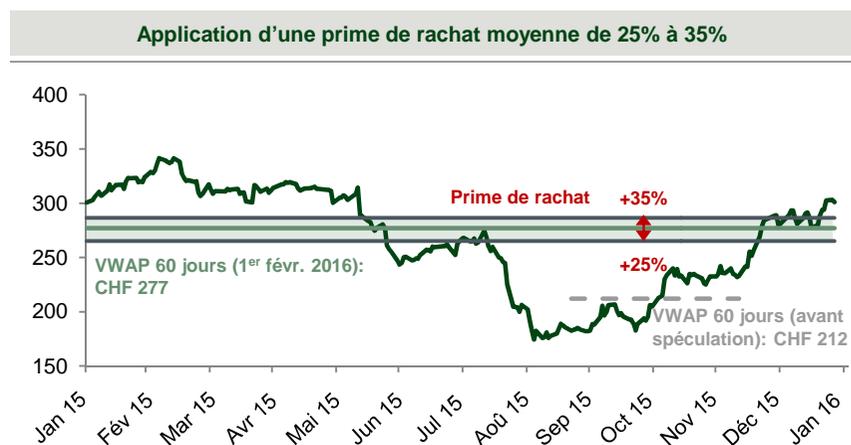
Réflexions en matière d'évaluation

Analyse de la prime de rachat

Analyse des primes payées dans le cadre de rachats publics en Suisse

- Les intérêts subjectifs jouent un rôle majeur dans les rachats publics. Les acquéreurs potentiels peuvent être prêts, dans certaines circonstances, à payer d'importantes primes de contrôle
- Cela est particulièrement vrai dans le cadre de rachats pour lesquels les acquéreurs potentiels sont en concurrence et se livrent à une surenchère qui se traduit par un paiement de primes plus élevées
- La question de savoir si l'enchérisseur détenait déjà une participation de contrôle dans la société cible lorsque l'offre publique d'acquisition a été annoncée est un autre facteur important. Dans de tels cas, l'enchérisseur est typiquement moins disposé à payer une prime de contrôle supplémentaire sur le cours de l'action
- Lors de la sélection de transactions de rachat pertinentes aux fins de cette analyse⁽¹⁾, les critères suivants ont été appliqués:
 - Transactions depuis le 1^{er} janvier 2006
 - La société cible était cotée au SIX Swiss Exchange au moment de l'offre publique d'acquisition
 - Les sociétés immobilières «pures» n'ont pas été prises en compte
 - Valeur des fonds propres implicite de CHF 100 millions au moins
 - Prise en considération des offres volontaires et obligatoires
 - Seules les offres au comptant ont été prises en considération
- Depuis 2006, des primes de 29.6% en moyenne ont été payées par rapport au VWAP (60 jours) avant l'annonce de chaque offre publique d'acquisition
- Le VWAP à 60 jours de Kuoni au 1^{er} février 2016 est de CHF 277. L'application d'une prime comprise entre 25% et 35% aurait pour résultat une fourchette de valeur comprise entre CHF 346 et CHF 374 par Action Kuoni.
- Il convient de noter que le VWAP actuel est nettement augmenté du fait des spéculations actuelles sur le rachat. Par conséquent, ce VWAP à 60 jours biaisé (le «VWAP biaisé») n'a pas été utilisé comme base de prime de rachat significative

- Compte tenu des spéculations de la presse dans l'édition de la Sonntagszeitung du 13 décembre 2015 puis dans d'autres journaux, nous avons appliqué le VWAP à 60 jours avant cette date. Il en a résulté un VWAP de CHF 212 («VWAP non biaisé»). Il en résulte une fourchette de valeur comprise entre CHF 265 et CHF 286 par Action



Résultat de la Fairness Opinion

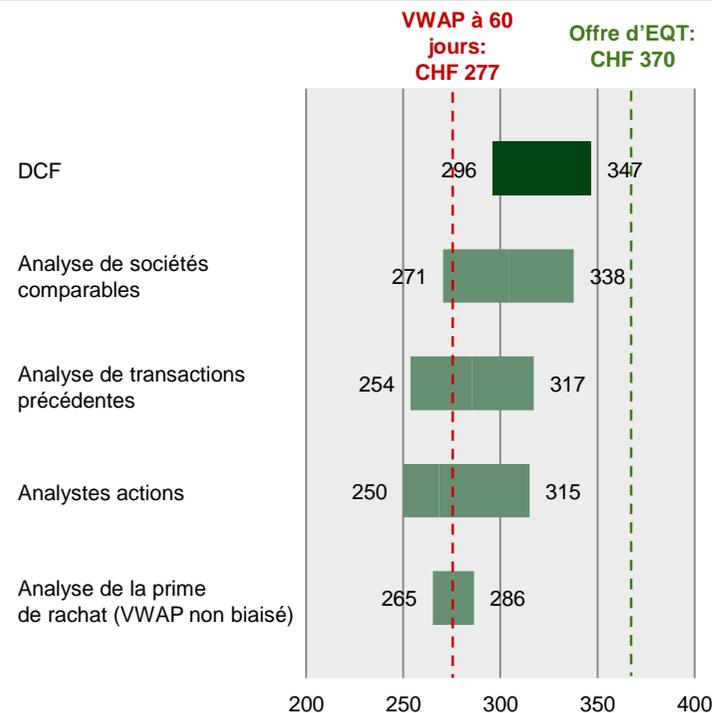
Résultat de la Fairness Opinion

Résultats de l'évaluation pour Kuoni

Examen de l'évaluation

- L'illustration à droite synthétise les résultats de notre analyse d'évaluation. L'analyse DCF a été utilisée comme principale méthode d'évaluation, tandis que les méthodes sélectionnées basées sur la valeur de marché (VWAP 60 jours, analyse de sociétés comparables, analyse de transactions précédentes, objectifs de cours d'analystes actions, analyse de prime de rachat) ont été utilisées pour vérifier la plausibilité des résultats de l'analyse DCF
- La date d'évaluation est le 29 janvier 2016
- Il résulte de l'analyse DCF une fourchette de valeur comprise entre CHF 296 et CHF 347 par Action
- L'analyse de sociétés comparables basée sur les multiplicateurs 2016 VE/EBITDA conduit à une fourchette de valeur comprise entre CHF 271 et CHF 338 par Action
- L'analyse de transactions précédentes basée sur les multiplicateurs de transaction historiques VE/EBITDA conduit à une fourchette de valeur comprise entre CHF 254 et CHF 317 par Action
- Abstraction faite des deux valeurs extrêmes (la plus haute et la plus basse), les analystes actions évaluent l'action Kuoni dans une fourchette comprise entre CHF 250 et CHF 315 sur une base indépendante (hors prime de rachat potentielle)
- Le VWAP à 60 jours au 1^{er} février est de CHF 277. Il est à noter que le VWAP actuel est augmenté du fait des spéculations actuelles sur le rachat suite aux articles de presse du 13 décembre 2015 et des communiqués de presse publiés par Kuoni le 5 janvier 2016 et le 28 janvier 2016 (VWAP biaisé)
- Le VWAP à 60 jours à la date des articles de presse susmentionnés se monte à CHF 212 (VWAP non biaisé). L'application d'une fourchette de prime typique comprise entre 25% et 35% par rapport au VWAP non biaisé a pour résultat une fourchette de valeur comprise entre CHF 265 et CHF 286

Synthèse de l'évaluation (CHF par Action Kuoni)



Sur la base de la fourchette de valeur comprise entre CHF 296 et 347 par Action Kuoni résultant de l'analyse DCF et des confirmations apportées par les méthodes supplémentaires, nous considérons que l'offre d'EQT de CHF 370 par Action Kuoni est juste et équitable d'un point de vue financier


Martin Menzi
 Senior Partner


Ralf Herrmann
 Partner

Annexes

- Coût du capital
- Multiplicateurs de sociétés comparables
- Analyse de transactions précédentes
- Analyse de primes d'offres publiques d'acquisition
- Liste des abréviations

Annexe 1

Coût du capital: Global Travel Distribution (1/2)

Dérivation du CMPC		
Composantes CMPC	Explication	Source
Taux sans risque (rf)	2.6% Moyenne pondérée des rendements courants sur les obligations gouvernementales à 10 ans représentant les principaux pays d'approvisionnement de GTD en termes de CA	Bloomberg, informations de la société
Prime de risque de marché (MRP)	6.9% Différence entre le rendement annuel moyen des petites capitalisations cotées («low cap») et le rendement annuel moyen des emprunts d'Etat à long terme (période: 1926-2014 ⁽¹⁾)	Duff & Phelps: «2015 Valuation Handbook»
Bêta («unlevered»)	0.94 Bêta de régression médian d'entreprises comparables (régression sur 5 ans contre l'indice MSCI World sur la base des rendements mensuels)	Factset
Bêta («relevered»)	0.97 Formule: $\beta_L = \beta_U \times [1 + ((D / FP) \times (1-t))]$	Modigliani & Miller
Coût des fonds propres	9.3% Formule: $c_{FP} = r_f + \beta_L \times MRP$	
Coût de la dette avant impôts	1.5% Rendement à l'échéance de l'obligation cotée en circulation de Kuoni (échéance: octobre 2019; valeur nominale: CHF 200 Mio.; coupon: 1.5%)	Bloomberg, informations de la société
Taux d'imposition (t)	25.0% Taux d'imposition marginal à long terme supposé par la direction de Kuoni	Informations sur la société
Coût de la dette (après impôts)	1.1% Formule: $c_d \text{ (après impôts)} = c_d \text{ (avant impôts)} \times (1-t)$	
Proportion des fonds propres	94.8% Médiane de la structure du capital d'entreprises comparables	Bloomberg, informations de la société
Proportion de la dette	5.2% Médiane de la structure du capital d'entreprises comparables	Bloomberg, informations de la société
CMPC	8.9%	

Annexe 1

Coût du capital: Global Travel Distribution (2/2)

Calcul du bêta «unlevered»							
Entreprises comparables	Bêta «levered» ⁽¹⁾	Taux marginal d'imposition	Dette nette (Mio. ML) ⁽²⁾	Cap. bours. (Mio. ML)	D / (D + FP)	D / FP	Bêta «unlevered» ⁽³⁾
Amadeus IT (ES)	0.84	28.00%	1'734	16'462	9.5%	10.5%	0.78
Sabre (US) ⁽⁴⁾	0.93	40.00%	3'079	7'016	30.5%	43.9%	0.73
Travelport Worldwide (GB) ⁽⁴⁾	0.60	20.00%	2'503	1'345	65.0%	186.1%	0.24
eDreams (LU) ⁽⁴⁾	0.40	29.22%	354	160	68.8%	220.5%	0.15
Expedia (US)	0.65	40.00%	985	15'183	6.1%	6.5%	0.62
Priceline (US)	1.54	40.00%	2'368	53'018	4.3%	4.5%	1.50
TravelSky Technology (CN)	1.09	25.00%	0	29'138	0.0%	0.0%	1.09
Webjet (AU)	1.12	30.00%	0	434	0.0%	0.0%	1.12
lastminute.com (CH) ⁽⁴⁾	(0.19)	17.92%	0	139	0.0%	0.0%	(0.19)
Moyenne⁽⁵⁾	1.03	33.83%			8.4%	10.9%	0.98
Médiane⁽⁵⁾	1.01	35.00%			5.2%	5.5%	0.94

Analyse de sensibilité CMPC

		Bêta «unlevered»				
		0.79	0.86	0.94	1.01	1.09
D / (D + FP)	10.2%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%
	7.7%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%	9.8%
	5.2%	7.8%	8.3%	8.9%	9.4%	9.9%
	2.7%	7.9%	8.4%	8.9%	9.4%	10.0%
	0.2%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%

Source: Factset, KPMG, informations de la société

(1) Régression sur 5 ans par rapport au MSCI World Index basé sur les rendements mensuels

(2) Dette nette (y compris obligations de pension)

(3) Bêta «unlevered» = (bêta «levered» / (1 + (1 - taux d'imposition) x D/FP)); hypothèse: bêta de D = 0

(4) Historique de négoce de moins de cinq ans; la période de régression débutant le premier jour de négoce

(5) Hors Travelport, eDreams et lastminute.com compte tenu de leur importance limitée

Annexe 1

Coût du capital: Global Travel Services (1/2)

Dérivation du CMPC		
Composantes CMPC	Explication	Source
Taux sans risque (rf)	2.0% Moyenne pondérée des rendements courants sur les obligations gouvernementales à 10 ans représentant les principaux pays d'approvisionnement de GTS en termes de CA	Bloomberg, informations de la société
Prime de risque de marché (MRP)	6.9% Différence entre le rendement annuel moyen des petites capitalisations cotées («low cap») et le rendement annuel moyen des emprunts d'Etat à long terme (période: 1926-2014 ⁽¹⁾)	Duff & Phelps: «2015 Valuation Handbook»
Bêta («unlevered»)	1.04 Bêta de régression médian d'entreprises comparables (régression sur 5 ans contre l'indice MSCI World sur la base des rendements mensuels)	Factset
Bêta («relevered»)	1.04 Formule: $\beta_L = \beta_U \times [1 + ((D / FP) \times (1-t))]$	Modigliani & Miller
Coût des fonds propres	9.2%	Formule: $c_{FP} = r_f + \beta_L \times MRP$
Coût de la dette avant impôts	1.5% Rendement à l'échéance de l'obligation cotée en circulation de Kuoni (échéance: octobre 2019; valeur nominale: CHF 200 Mio.; coupon: 1.5%)	Bloomberg, informations de la société
Taux d'imposition (t)	25.0% Taux d'imposition marginal à long terme supposé par la direction de Kuoni	Informations sur la société
Coût de la dette (après impôts)	1.1%	Formule: $c_d \text{ (après impôts)} = c_d \text{ (avant impôts)} \times (1-t)$
Proportion des fonds propres	100.0% Médiane de la structure du capital d'entreprises comparables	Bloomberg, informations de la société
Proportion de la dette	0.0% Médiane de la structure du capital d'entreprises comparables	Bloomberg, informations de la société
CMPC	9.2%	

Annexe 1

Coût du capital: Global Travel Services (2/2)

Calcul du bêta «unlevered»

Entreprises comparables	Bêta «levered» ⁽¹⁾	Taux marginal d'imposition	Dette nette (Mio. ML) ⁽²⁾	Cap. bours. (Mio. ML)	D / (D + FP)	D / FP	Bêta «unlevered» ⁽³⁾
Thomas Cook (GB)	2.49	20.00%	418	1'640	20.3%	25.5%	2.07
TUI (DE)	1.50	29.65%	1'345	9'116	12.9%	14.8%	1.36
H.I.S. (JP)	0.28	33.06%	0	229'566	0.0%	0.0%	0.28
Cullinan (ZA)	0.92	28.00%	0	408	0.0%	0.0%	0.92
Transat (CA)	1.04	26.50%	0	266	0.0%	0.0%	1.04
Moyenne	1.25	27.44%			6.6%	8.0%	1.13
Médiane	1.04	28.00%			0.0%	0.0%	1.04

Analyse de sensibilité CMPC

		Bêta «unlevered»				
		0.89	0.97	1.04	1.12	1.19
D / (D + FP)	5.0%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
	2.5%	8.1%	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%
	0.0%	8.1%	8.6%	9.2%	9.7%	10.2%
	-2.5%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.3%
	-5.0%	8.2%	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%

Source: Factset, KPMG, informations de la société

(1) Régression sur 5 ans par rapport au MSCI World Index basé sur les rendements mensuels

(2) Dette nette (y compris obligations de pension)

(3) Bêta «unlevered» = (bêta «levered» / (1 + (1 - taux d'imposition) x D/FP)); hypothèse: bêta de D = 0

Annexe 1

Coût du capital: VFS Global (1/2)

Dérivation du CMPC		
Composantes CMPC	Explication	Source
Taux sans risque (rf)	4.4% Moyenne pondérée en fonction des pays des rendements actuels; pondération des pays sur la base des principaux pays source et de destination des demandeurs de visas	Bloomberg, informations de la société
Prime de risque de marché (MRP)	6.9% Différence entre le rendement annuel moyen des petites capitalisations cotées («low cap») et le rendement annuel moyen des emprunts d'Etat à long terme (période: 1926-2014 ⁽¹⁾)	Duff & Phelps: "2015 Valuation Handbook"
Bêta («unlevered»)	0.67 Bêta de régression médian d'entreprises comparables (régression sur 5 ans contre l'indice MSCI World sur la base des rendements mensuels)	Factset
Bêta («relevered»)	0.78 Formule: $\beta_L = \beta_U \times [1 + ((D / FP) \times (1-t))]$	Modigliani & Miller
Coût des fonds propres	9.7%	Formule: $c_{FP} = r_f + \beta_L \times MRP$
Coût de la dette avant impôts	1.5% Rendement à l'échéance de l'obligation cotée en circulation de Kuoni (échéance: octobre 2019; valeur nominale: CHF 200 Mio.; coupon: 1.5%)	Bloomberg, informations de la société
Taux d'imposition (t)	23.0% Taux d'imposition marginal à long terme supposé par la direction de Kuoni	Informations sur la société
Coût de la dette (après impôts)	1.1%	Formule: $c_d \text{ (après impôts)} = c_d \text{ (avant impôts)} \times (1-t)$
Proportion des fonds propres	82.4% Médiane de la structure du capital d'entreprises comparables	Bloomberg, informations de la société
Proportion de la dette	17.6% Médiane de la structure du capital d'entreprises comparables	Bloomberg, informations de la société
CMPC	8.2%	

Annexe 1

Coût du capital: VFS Global (2/2)

Calcul du bêta «unlevered»

Entreprises comparables	Bêta «levered» ⁽¹⁾	Taux marginal d'imposition	Dette nette (Mio. ML) ⁽²⁾	Cap. bours. (Mio. ML)	D / (D + FP)	D / FP	Bêta «unlevered» ⁽³⁾
SGS (CH)	0.72	17.92%	656	15'512	4.1%	4.2%	0.69
Bureau Veritas (FR)	0.66	33.33%	2'275	7'658	22.9%	29.7%	0.55
Intertek (GB)	0.52	20.00%	640	4'567	12.3%	14.0%	0.46
Capita (GB)	0.86	20.00%	2'357	7'809	23.2%	30.2%	0.69
Edenred (FR)	1.12	33.33%	873	3'943	18.1%	22.1%	0.97
Experian (IE)	0.76	12.50%	3'344	16'210	17.1%	20.6%	0.64
Moyenne	0.77	22.85%			16.3%	20.2%	0.67
Médiane	0.74	20.00%			17.6%	21.4%	0.67

Analyse de sensibilité CMPC

		Bêta «unlevered»				
		0.52	0.59	0.67	0.74	0.82
D / (D + FP)	22.6%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
	20.1%	7.1%	7.6%	8.1%	8.6%	9.1%
	17.6%	7.2%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%
	15.1%	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
	12.6%	7.4%	7.9%	8.4%	8.9%	9.4%

Source: Factset, KPMG, informations de la société

(1) Régression sur 5 ans par rapport au MSCI World Index basé sur les rendements mensuels

(2) Dette nette (y compris obligations de pension)

(3) Bêta «unlevered» = (bêta «levered» / (1 + (1 - taux d'imposition) x D/FP)); hypothèse: bêta de D = 0

Annexe 2

Multiplicateurs de sociétés comparables: Global Travel Distribution

Multiplicateurs de sociétés comparables ^{(1),(2)}

Société (pays)	Cap. bours. (Mio. CHF)	VE (Mio. CHF)	VE/chiffre d'affaires			VE/EBITDA			VE/EBIT		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Amadeus IT (ES)	18'252	20'190	4.3x	4.0x	3.8x	11.6x	10.8x	10.4x	15.9x	15.0x	14.7x
Sabre (US)	7'189	10'345	3.0x	2.8x	n.d.	9.3x	8.2x	n.d.	13.3x	10.9x	n.d.
Travelport Worldwide (GB)	1'378	3'964	1.6x	1.5x	1.5x	6.8x	6.3x	5.9x	11.5x	9.9x	8.8x
eDreams (LU)	178	570	1.1x	1.0x	1.0x	5.4x	5.0x	5.0x	7.8x	7.2x	7.4x
Expedia (US)	15'557	17'148	1.9x	1.7x	1.6x	10.5x	8.3x	6.9x	16.5x	12.2x	n.d.
Priceline (US)	54'325	56'751	5.3x	4.6x	4.0x	12.9x	10.9x	9.1x	14.0x	12.0x	10.7x
TravelSky Technology (CN)	4'538	4'090	4.0x	3.8x	n.d.	11.2x	9.4x	n.d.	16.3x	14.1x	n.d.
Webjet (AU)	315	278	2.6x	2.4x	n.d.	10.5x	9.2x	n.d.	12.5x	10.8x	n.d.
lastminute.com (CH) ⁽³⁾	154	156	0.5x	0.5x	0.4x	5.5x	3.9x	n.d.	10.8x	5.2x	n.d.
Moyenne ⁽⁴⁾			2.4x	2.3x	1.7x	8.6x	7.5x	7.1x	12.6x	10.4x	10.3x
Médiane ⁽⁴⁾			2.6x	2.4x	1.2x	9.3x	8.2x	5.9x	12.5x	10.8x	8.8x

Données financières sélectionnées ⁽²⁾

Société (pays)	Croissance du CA			Croissance de l'EBITDA			Marge EBITDA			Marge EBIT		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Amadeus IT (ES)	9.3%	6.9%	5.9%	8.5%	7.5%	4.2%	37.0%	37.2%	36.6%	27.2%	26.8%	25.9%
Sabre (US)	14.0%	6.9%	n.d.	16.2%	13.7%	n.d.	32.0%	34.0%	n.d.	22.5%	25.7%	n.d.
Travelport Worldwide (GB)	6.9%	6.7%	3.7%	7.6%	7.8%	6.8%	24.2%	24.4%	25.2%	14.2%	15.5%	16.9%
eDreams (LU)	4.9%	5.7%	4.9%	5.9%	7.2%	(0.1)%	20.4%	20.7%	19.7%	14.0%	14.4%	13.3%
Expedia (US)	29.0%	13.9%	9.1%	40.9%	25.8%	21.4%	18.6%	20.5%	22.8%	11.8%	14.0%	n.d.
Priceline (US)	15.1%	14.7%	13.9%	16.2%	17.9%	20.8%	40.7%	41.8%	44.4%	37.6%	38.0%	37.6%
TravelSky Technology (CN)	13.4%	5.9%	n.d.	13.4%	19.6%	n.d.	35.9%	40.5%	n.d.	24.7%	26.9%	n.d.
Webjet (AU)	14.9%	10.0%	n.d.	16.7%	14.0%	n.d.	24.8%	25.7%	n.d.	20.8%	21.7%	n.d.
lastminute.com (CH)	12.9%	5.0%	15.5%	p.s.	39.9%	n.d.	8.9%	11.8%	n.d.	4.5%	8.8%	n.d.
Moyenne ⁽⁴⁾	10.9%	6.7%	7.5%	11.4%	15.7%	3.6%	26.1%	27.8%	27.2%	18.3%	20.0%	18.7%
Médiane ⁽⁴⁾	12.9%	6.7%	5.4%	10.9%	13.7%	4.2%	24.8%	25.7%	25.2%	20.8%	21.7%	16.9%

Annexe 2

Multiplicateurs de sociétés comparables: Global Travel Services

Multiplicateurs de sociétés comparables^{(1),(2)}

Société (pays)	Cap. bours. (Mio. CHF)	VE (Mio. CHF)	VE/chiffre d'affaires			VE/EBITDA			VE/EBIT		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Thomas Cook (GB)	2'384	3'480	0.3x	0.3x	n.d.	4.5x	4.2x	n.d.	6.7x	6.1x	7.7x
TUI (DE)	10'107	12'157	0.5x	0.5x	0.5x	6.6x	6.1x	5.7x	10.0x	8.5x	7.9x
H.I.S. (JP)	1'943	1'512	0.3x	0.3x	n.d.	5.6x	4.9x	n.d.	7.2x	6.4x	n.d.
Cullinan (ZA)	26	23	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Transat (CA) ⁽³⁾	194	220	p.s.	p.s.	p.s.	p.s.	p.s.	p.s.	p.s.	p.s.	p.s.
Moyenne			0.4x	0.4x	0.5x	5.6x	5.1x	5.7x	8.0x	7.0x	7.8x
Médiane			0.3x	0.3x	0.5x	5.6x	4.9x	5.7x	7.2x	6.4x	7.8x

Données financières sélectionnées⁽²⁾

Société (pays)	Croissance du CA			Croissance de l'EBITDA			Marge EBITDA			Marge EBIT		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Thomas Cook (GB)	0.2%	2.7%	n.d.	5.5%	6.5%	n.d.	6.6%	6.9%	n.d.	4.4%	4.8%	n.d.
TUI (DE)	4.2%	3.3%	3.1%	12.1%	8.6%	6.6%	7.9%	8.3%	8.6%	5.3%	6.0%	6.3%
H.I.S. (JP)	5.6%	7.1%	n.d.	16.7%	14.3%	n.d.	5.4%	5.8%	n.d.	4.2%	4.4%	n.d.
Cullinan (ZA)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Transat (CA)	4.5%	4.9%	5.8%	21.1%	13.1%	21.1%	2.8%	3.1%	3.5%	1.4%	1.6%	2.3%
Moyenne	3.6%	4.5%	4.5%	13.9%	10.6%	13.8%	5.7%	6.0%	6.1%	3.8%	4.2%	4.3%
Médiane	4.4%	4.1%	4.5%	14.4%	10.9%	13.8%	6.0%	6.3%	6.1%	4.3%	4.6%	4.3%

Source: Factset, informations de la société, Bloomberg

(1) Valeur d'entreprise corrigée pour la dette nette ou la liquidité nette, obligations de pension, participations ne donnant pas le contrôle (2) Données financières sous-jacentes définies selon un calendrier de fin d'exercice pour Kuoni (31 déc.) (3) Ajusté pour la distorsion de liquidité

Annexe 2

Multiplicateurs de sociétés comparables: VFS Global

Multiplicateurs de sociétés comparables^{(1),(2)}

Société (pays)	Cap. bours. (Mio. CHF)	VE (Mio. CHF)	VE/chiffre d'affaires			VE/EBITDA			VE/EBIT		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SGS (CH)	15'512	16'219	2.7x	2.6x	2.5x	12.8x	12.1x	11.4x	16.9x	15.9x	15.0x
Bureau Veritas (FR)	8'491	11'047	2.1x	2.0x	1.9x	10.8x	10.2x	9.9x	13.2x	12.5x	11.3x
Intertek (GB)	6'637	7'613	2.2x	2.1x	2.0x	11.3x	10.7x	9.9x	14.6x	13.8x	12.8x
Capita (GB)	11'350	14'881	2.0x	1.9x	1.8x	13.0x	12.4x	n.d.	15.1x	15.2x	18.8x
Edenred (FR)	4'371	5'189	4.2x	3.9x	3.6x	11.4x	10.3x	9.4x	12.6x	11.3x	10.0x
Experian (IE)	16'610	20'045	4.2x	4.1x	3.9x	12.3x	11.7x	n.d.	16.1x	15.2x	p.s.
Moyenne			2.9x	2.8x	2.6x	11.9x	11.2x	10.2x	14.8x	14.0x	13.6x
Médiane			2.5x	2.4x	2.2x	11.8x	11.2x	9.9x	14.8x	14.5x	12.8x

Données financières sélectionnées⁽²⁾

Société (pays)	Croissance du CA			Croissance de l'EBITDA			Marge EBITDA			Marge EBIT		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
SGS (CH)	4.8%	4.3%	4.3%	4.8%	5.9%	5.6%	21.2%	21.5%	21.8%	16.0%	16.3%	16.6%
Bureau Veritas (FR)	2.5%	4.3%	7.0%	2.7%	5.1%	3.5%	19.4%	19.6%	18.9%	15.8%	16.0%	16.5%
Intertek (GB)	9.7%	4.1%	7.2%	10.1%	5.9%	7.8%	19.6%	19.9%	20.0%	15.2%	15.5%	15.5%
Capita (GB)	6.9%	5.4%	4.4%	7.1%	5.1%	n.d.	15.2%	15.2%	n.d.	13.1%	12.3%	9.6%
Edenred (FR)	3.7%	7.7%	9.9%	5.4%	11.1%	9.1%	37.1%	38.3%	38.0%	33.5%	34.9%	35.8%
Experian (IE)	0.5%	3.8%	5.1%	0.3%	4.9%	n.d.	34.3%	34.7%	n.d.	26.2%	26.7%	6.4%
Moyenne	4.7%	4.9%	6.3%	5.1%	6.4%	6.5%	24.5%	24.9%	24.7%	20.0%	20.3%	16.7%
Médiane	4.2%	4.3%	6.1%	5.1%	5.5%	6.7%	20.4%	20.7%	20.9%	15.9%	16.1%	16.0%

Source: Factset, informations de la société, Bloomberg

(1) Valeur d'entreprise corrigée pour la dette nette ou la liquidité nette, obligations de pension, participations ne donnant pas le contrôle

(2) Données financières sous-jacentes définies selon un calendrier de fin d'exercice pour Kuoni (31 déc.)

Annexe 3

Analyse de transactions précédentes (1/2)

Global Travel Distribution⁽¹⁾

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Description de l'activité	Valeur d'entreprise (Mio. CHF)	VE / CA	VE / EBITDA
20-Nov-15	HelloWorld	AOT Group	AU	Distributeur de produits de voyage inbound, de gros et en ligne	71	1.7x	6.8x
12-Oct-15	ProSiebenSat.1 Media	eTRAVELi	SE	Fournisseur en ligne de billets aériens, réservations d'hôtel et autres services liés aux voyages	257	3.5x	14.3x
08-Mai-15	JD.com	Tuniu Corporation (23.26%-participation)	CN	Fournisseur en ligne de services de réservation de voyages	157	2.2x	n.d.
12-Fév-15	Expedia	Orbitz Worldwide	US	Fournisseur en ligne de produits de voyage, services à destination, billets événementiels et voyages organisés	1385	1.6x	10.8x
31-Jul-14	Nomura	Amadeus IT (7.49%-participation)	ES	Fournisseur de solutions informatiques aux secteurs du tourisme et du voyage	11233	3.0x	7.7x
07-Jul-14	Expedia	Wotif.com	AU	Fournisseur de services d'hébergement en ligne	510	4.1x	8.5x
25-Jun-14	Vitruvian	JacTravel	UK	Fournisseur de réservations d'hôtels en ligne et de services de voyage	121	0.5x	8.3x
24-Mar-14	BC Partners, Insight Venture Partners	CarTrawler	IE	Opérateur de systèmes de distribution de location de voitures en ligne	549	n.d.	14.5x
07-Oct-13	Inflexion Private Equity	On the Beach Group	UK	Fournisseur d'interfaces entre consommateurs et prestataires tiers de produits de voyage	106	1.9x	6.3x
07-Mar-11	Kuoni	Gullivers Travel Associates	UK	Prestataire de transport au sol et services à destination pour le secteur du voyage	654	2.1x ⁽²⁾	8.4x ⁽²⁾
09-Fév-11	Permira, Ardian	Opodo	UK	Prestataire en ligne de services de voyage, y.c. vacances, location de voitures et assurances voyages	566	2.9x	15.7x
27-Jul-10	Permira	eDreams	ES	Prestataire en ligne de réservations d'hôtels, voitures et vols pour les voyageurs loisirs et affaires	344	3.4x	14.4x
07-Déc-06	Travelport	Worldspan	US	Fournisseur de services de traitement d'informations, de réservations et de transactions pour le secteur du voyage	1674	n.d.	5.5x
Moyenne						2.5x	10.1x
Médiane						2.2x	8.4x

Source: Mergermarket, enregistrements de sociétés et communiqués de presse

(1) A l'exclusion des transactions avec une valeur d'entreprise implicite inférieure à CHF 50 millions; incluant uniquement les transactions dont les multiplicateurs VE/chiffre d'affaires ou VE/EBITDA ont été publiés (2) Sur la base des enregistrements de la société et communiqués de presse

Annexe 3

Analyse de transactions précédentes (2/2)

Global Travel Services⁽¹⁾

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Description de l'activité	Valeur d'entreprise (Mio. CHF)	VE / CA	VE / EBITDA	
15-Sep-14	TUI	TUI Travel (45.52%-participation)	UK	Fournisseur d'hébergements, de vols et offres de voyage	7'793	0.3x	9.4x	
27-Jul-11	Cox & Kings India	Holidaybreak	UK	Fournisseur de services de voyage, loisirs et formations	573	0.9x	7.4x	
21-Déc-09	Thomas Cook	Gold Medal Travel (49.99%-participation)	UK	Fournisseur de services de voyage et de réservation en ligne	111	0.3x	9.3x	
09-Jun-08	Thomas Cook	TriWest Travel	CA	Fournisseur de services de grossiste en voyage	98	0.6x	6.9x	
11-Jul-07	Pontia Capital	Viajes Nobel	ES	Fournisseur de services de voyage	83	0.7x	n.a.	
19-Mar-07	TUI Travel	First Choice Holidays	UK	Fournisseur de services de voyage	4'352	0.7x	10.3x ⁽²⁾	
12-Fév-07	Arcandor	MyTravel Group	UK	Fournisseur de services de voyage	3'620	0.5x	13.0x	
						Moyenne	0.6x	9.4x
						Médiane	0.6x	9.4x

VFS Global⁽¹⁾

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Description de l'activité	Valeur d'entreprise (Mio. CHF)	VE / CA	VE / EBITDA	
09-Déc-15	Computer Sciences Corporation	Xchanging	UK	Fournisseur de services d'externalisation et de back-office	753	12x	8.0x	
07-Jul-15	Baring PE Asia	Orangefield Trust	NL	Fournisseur de services de gestion d'entreprise, de fiducie et d'administration	313	n.d.	15.0x	
03-Jun-13	Intertrust	ATC Group	NL	Fournisseur de services de formation financière	375	4.3x	12.0x	
03-Déc-12	Blackstone	Intertrust	NL	Fournisseur de services de gestion d'entreprise et de fiducie	816	3.7x ⁽²⁾	11.1x ⁽²⁾	
02-Jul-12	Corporate Executive Board Company	SHL Group	UK	Fournisseur de solutions «cloud» pour les évaluations de talents et pour l'aide aux décisions	616	3.1x	11.3x	
29-Mar-12	AnaCap Financial Partners	First Names Group	UK	Fournisseur de services de fiducie, d'entreprise et d'administration de fonds	101	2.1x	n.d.	
14-Mar-12	SS&C Technologies	GlobeOp Financial Services	UK	Fournisseur de services d'administration de hedge funds et de technologies financières	727	3.5x	11.4x	
18-Jan-12	Cinven	CPA Global	UK	Fournisseur de services généraux, juridiques et de soutien à la propriété intellectuelle	1'305	12x ⁽²⁾	n.d.	
16-Oct-11	General Dynamics	Vangent	US	Fournisseur de services de gestion des informations et d'externalisation des processus métiers	762	13x	10.4x	
07-Mai-10	CGI Group	Stanley	US	Fournisseur de services professionnels, informatiques, d'assistance logicielle	142	12x	11.3x	
						Moyenne	2.4x	11.3x
						Médiane	2.1x	11.3x

Source: Mergermarket, enregistrements de sociétés et communiqués de presse

(1) A l'exclusion des transactions avec une valeur d'entreprise implicite inférieure à CHF 50 millions; incluant uniquement les transactions dont les multiplicateurs VE/chiffre d'affaires ou VE/EBITDA ont été publiés (2) Sur la base des enregistrements de la société et communiqués de presse

Annexe 4

Analyse de primes d'offres publiques d'acquisition⁽¹⁾

Date	Acquéreur	Cible	Type de paiement	Valeur des capitaux propres implicite (M io. CHF)	Prime (sur la base du VWAP) ⁽²⁾
17-Déc-15	TDK	Micronas	Cash	223	69.7%
25-Sep-14	KUKA	Swisslog	Cash	339	14.4%
15-Sep-14	Danaher	Nobel Biocare	Cash	2'117	6.7%
16-Mai-14	Swisscom	PubliGroupe	Cash	501	73.4%
09-Oct-13	Alpine Select	Absolute Invest	Cash	156	3.3%
02-Oct-13	Avista Capital & Nordic Capital	Acino Holding	Cash	399	52.8%
05-Août-13	SES	Società Elettrica Sopracenerina	Cash	164	2.2%
28-Jun-13	Venetos	Schmolz + Bickenbach	Cash	337	0.0%
10-Avr-13	Forty Plus / Fortimo Group	Fortimo Group	Cash	200	19.0%
31-Jul-12	Grupo Safra	Bank Sarasin	Cash	1800	2.6%
12-Déc-11	ABB	Newave Energy	Cash	175	36.0%
08-Nov-11	Toyota Industries	Uster Technologies	Cash	393	47.6% ⁽³⁾
20-Jun-11	Axpo	EGL	Cash	2'244	20.8%
26-Avr-11	HarbourVest	Absolute Private Equity	Cash	732	6.2%
17-Jan-11	Artemis	Feintool	Cash	267	7.1%
06-Déc-10	3M (Schweiz)	Winterthur Technologie	Cash	364	23.0%
22-Sep-10	Credit Suisse	Neue Aargauer Bank	Cash	2'681	24.2%
28-Jul-10	Adobe Systems	Day Software	Cash	219	59.2%
02-Nov-09	BURU	Cham Paper Group	Cash	129	0.0%
04-Mai-09	Aquamit	Quadrant	Cash	237	57.8%
15-Sep-08	BASF	Ciba	Cash	3'410	64.3%
26-Août-08	Robert Bosch	sia Abrasives	Cash	316	16.9%
10-Jul-08	Novartis	Speedel	Cash	920	80.1%
12-Déc-07	Von Finck family	Von Roll	Cash	1558	0.0%
11-Déc-07	Lam Research	SEZ	Cash	641	53.8%
07-Août-07	Capio	Unilabs	Cash	741	30.3%
05-Mar-07	CRH	Getaz Romang	Cash	537	24.7%
25-Sep-06	Rank Group	SIG	Cash	2'739	51.6%
07-Déc-06	Liechtensteinische Landesbank	Bank Linth	Cash	435	31.0%
21-Sep-06	Merck	Serono	Cash	16'079	31.4%
06-Sep-06	OC Oerlikon	Saurer	Cash	1964	35.9%
22-Août-06	Georg Fischer	Agie Charmilles	Cash	733	13.8%
06-Mar-06	Assicurazioni Generali	Generali (Schweiz)	Cash	1089	24.4%
				Moyenne	29.8%
				Médiane	24.4%

Source: Commission des OPA, Mergermarket

(1) Liste de rachats publics sélectionnés en Suisse; les critères de sélection figurent dans la partie principale du document

(2) Sur la base du VWAP (60 jours) avant l'annonce de la transaction (3) Y compris paiement du dividende

Annexe 5

Liste des abréviations

▪ 1S	1 ^{er} semestre	▪ MEA	Moyen-Orient et Afrique
▪ 3T	3 ^e trimestre	▪ MEDAF	modèle d'évaluation des actifs financiers
▪ ACN	actif circulant net	▪ MENA	Moyen-Orient et Afrique du Nord
▪ APAC	Asie Pacifique	▪ MICE	meetings, incentives, conventions and exhibitions
▪ B2B	business to business	▪ Mio.	million(s)
▪ CA	chiffre d'affaires	▪ ML	monnaie locale
▪ CAGR	taux de croissance annuel composé	▪ MRP	prime de risque de marché
▪ Cap. bours.	capitalisation boursière	▪ MSCI	MSCI World Index (indice mondial des actions)
▪ CEI	Communauté des Etats indépendants	▪ n.d.	non disponible
▪ CHF	Franc suisse	▪ N+1	N+1 Swiss Capital
▪ CMPC	coût moyen pondéré du capital	▪ OPA	offre public d'acquisition
▪ COPA	Commission des OPA	▪ p. ex.	exempli gratia, par exemple
▪ c.-à-d.	c'est-à-dire, à savoir	▪ p.s.	pas significatif
▪ D	dette (fonds étrangers)	▪ RNE	résultat net d'exploitation
▪ DCF	cash-flow actualisé	▪ SA	Société anonyme
▪ EBIT	revenus avant intérêts et impôts	▪ SIX	SIX Swiss Exchange
▪ EBITA	résultat d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissement du goodwill	▪ SPI	Swiss Performance Index
▪ EBITDA	bénéfice d'exploitation avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissements	▪ t	impôts
▪ env.	environ, approximativement	▪ USD	Dollar américain
▪ etc.	et cetera, et ainsi de suite	▪ VE	valeur d'entreprise
▪ F&A	fusions et acquisitions	▪ VWAP	cours moyen calculé en fonction de la pondération des volumes
▪ FP	fonds propres	▪ y c.	y compris
▪ FCF	cash-flow disponible		
▪ FIT	fully independent travelers		

Coordonnées

Martin Menzi
Senior Partner

E menzi@n1swisscap.com

T +41 44 226 52 54

F +41 44 226 53 54

Ralf Herrmann
Partner

E herrmann@n1swisscap.com

T +41 44 226 52 52

F +41 44 226 52 53

N+1 Swiss Capital SA
Talacker 41
Case postale 2865
8022 Zurich
Suisse

T +41 44 226 52 52

F +41 44 226 52 53

www.n1swisscap.com