

Projet Safran

Attestation d'équité

22 février 2018

Louis Siegrist

Partner

Tél: +41 58 286 21 31

Mobile: +41 58 289 21 31

Email: louis.siegrist@ch.ey.com

Matthias Oppermann, CFA

Senior Manager

Tél: +41 58 286 45 92

Mobile: +41 58 289 45 92

Email: matthias.oppermann@ch.ey.com

**Dashboard**

Table des matières

- Dashboard
- 1 Introduction
- 2 Profil
- 3 Considération de valorisation
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

Dashboard

Page 3

Introduction

1

Page 4

Profil

2

Page 8

**Considération de
valorisation**

3

Page 15

**Conclusion
générale**

4

Page 28

Annexe

5

Page 30



Dashboard

Résumé

- Dashboard
- 1 Introduction
- 2 Profil
- 3 Considération de valorisation
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

Attestation d'équité du 12 janvier 2018

Hügli Holding AG

D'un point de vue financier, l'offre publique d'achat de CHF 915 peut être considérée comme équitable.

A l'aide des méthodes d'évaluation appliquées et sur la base de réflexions préalables, nous privilégions le résultat de la méthode CFA pour déterminer la valeur et parvenons ainsi à une valeur ponctuelle de CHF 799 avec une fourchette de valeurs de CHF 773 à CHF 825 par action au porteur Hügli.

L'offre de CHF 915 par action au porteur équivaut à une prime de 14.4% sur le VWAP(60) de CHF 800, d'après la SIX, et à une prime de 13.8% sur le cours de clôture de CHF 804 du 12 janvier 2018.

CFA

CHF 386.3m
En capitaux propres

CHF 799
Par action au porteur

- ▶ D'après le Business Plan de la direction pour FY18-FY20
- ▶ CMPC 6.9%
- ▶ Taux de croissance perpétuel 0.9%
- ▶ Marge d'EBITDA durable 12.0%
- ▶ Investissement en % du chiffre d'affaires durable 3.1%
- ▶ Les dépréciations sont alignées sur les investissements pour la valeur résiduelle
- ▶ Sensitivité sur la marge d'EBITDA et le CMPC pour la valeur résiduelle

Multiples de marché

CHF 394.8m
En capitaux propres

CHF 816
Par action au porteur

- ▶ Multiple EBITDA LTM de 11.0x basé sur la médiane du groupe comparable
- ▶ L'EBITDA budgété de FY17 de Hügli comme valeur de référence
- ▶ Du fait d'un nombre limité d'entreprises directement comparables, le multiple a dû être établi sur une base de comparables élargie.
- ▶ Dès lors, la valeur par action au porteur déterminée n'est pas idéalement adaptée pour servir de contrôle de plausibilité.

Analyse du cours d'action

CHF 800
VWAP (SIX)

- ▶ Les volumes d'actions négociées ont été inférieures au seuil de liquidité de 0.04% lors de 5 des 12 mois précédant l'annonce de l'offre.
- ▶ Dès lors, les actions au porteur Hügli sont illiquides d'après la définition de la commission OPA.
- ▶ Nous n'accordons donc qu'une importance restreinte au VWAP de CHF 800 (60 jours au 12 janvier 2018 d'après la SIX).

1

Introduction

Dans cette section	Page
Situation initiale	5
Données essentielles et nombre d'actions	6
Approche et méthodes d'évaluation	7

1 Introduction

Situation initiale

Dashboard

1 Introduction

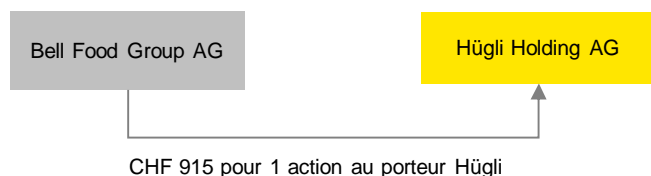
2 Profil

3 Considération de valorisation

4 Conclusion générale

5 Annexe

Offre



Source: Direction

Offre

Hügli Holding AG (Hügli ou la cible) est une entreprise suisse, qui produit et distribue des produits alimentaires déshydratés depuis 1935. Les actions au porteur de Hügli sont cotées à la SIX Swiss Exchange (SIX).

Bell Food Group AG (Bell Food ou l'acquéreur), une entreprise du groupe Bell, a conclu dans un premier temps - le 13 janvier 2018 – un contrat pour l'acquisition de toutes les actions nominatives Hügli, ainsi qu'un total de 39,797 actions au porteur. Les actions ont été acquises majoritairement auprès du principal actionnaire de Hügli, Dr. A. Stoffel Holding AG. Dans un second temps, Bell Food prévoit de soumettre une offre publique d'achat sur l'ensemble des actions cotées de Hügli en circulation dans le cadre d'un rachat amical. Les actions Hügli auto-détenues ainsi que les actions déjà acquises par l'acquéreur auprès du principal actionnaire au moment de l'offre publique sont exclues de l'offre.

L'offre portant sur les actions au porteur de Hügli en circulation avec une valeur nominale de CHF 1.0 par action consiste selon la notification du 15 janvier 2018 en un paiement en trésorerie à hauteur de CHF 915 par action. L'offre devrait être soumise le 26 février 2018.

Hügli et Bell Food

Entreprise	Valeur	Symbole	Bourse
Hügli Holding AG	464,795	HUE	SIX
Bell Food Group AG	31,596,632	BELL	SIX

Source: Page d'accueil SIX

Engagement

Le conseil d'administration de Hügli (conseil) a engagé Ernst & Young SA, Suisse (EY ou nous) pour élaborer une attestation d'équité de l'offre de Bell Food. Celle-ci servira d'appui pour évaluer si l'offre de Bell Food est adéquate d'un point de vue financier. Les détails sont définis dans la confirmation du mandat du 27 novembre 2017. La date d'évaluation est le 12 janvier 2018.

L'attestation d'équité a pour but de fournir un avis neutre au conseil d'administration et aux actionnaires publics de Hügli et de garantir que le prix proposé par action nominative est équitable et raisonnable d'un point de vue financier.

L'attestation d'équité ne constitue pas une recommandation quant à l'acceptation ou au rejet de l'offre d'achat. Elle ne contient aucune évaluation des conséquences possibles d'une acceptation ou d'un rejet de l'offre d'achat et d'échange, et ne prédit ni les performances futures d'une action Hügli, ni le prix auquel les actions Hügli qui ne font pas partie de l'offre pourront être échangées à l'avenir.

Cette attestation d'équité a été conclue le 22 février 2018 et intègre les données et événements antérieures à cette date.

L'attestation d'équité peut être rendue public.



1 Introduction

Données essentielles et nombre d'actions

Dashboard

1 Introduction

2 Profil

3 Considération de valorisation

4 Conclusion générale

5 Annexe

Données essentielles / Sources

Base de renseignement

Données financières historiques

Comptes annuels certifiés et consolidés 2013-2016

Compte consolidé non certifié daté de septembre 2017, ainsi que données non certifiées concernant les liquidités et les dettes financières daté de décembre 2017

Business plan

Business plan avec planification des comptes, du bilan et un état de flux de trésorerie ainsi que plan d'investissement pour 2017-2020 au niveau consolidé; Budgets jusqu'au niveau EBIT par segment pour 2018

Rapports d'analystes

Rapports d'analystes issus de la recherche EY et présentés par la direction

Données financières

Capital IQ, ThomsonOne, SIX, Oxford Economics, BMI, MarketLine

Autres informations

Informations publiques

Informations orales et par écrit de la direction

Source: EY

Aperçu du nombre d'actions pertinentes

Type	Nombre	Valeur nominale en CHF	Valeur nominale totale
Actions au porteur	280,000	1.0	280,000
Actions auto-détenues	(1,369)	1.0	(1,369)
Actions au porteur	278,631	1.0	278,631
Actions nominales	410,000	0.5	205,000
Pertinents pour l'évaluation	688,631		483,631

Source: Direction

Bases de renseignement

Les données historiques et budgétées, fournies par la direction de Hügli Holding AG (la direction), forment le fondement de l'évaluation. Un aperçu des principaux documents et des informations analysées est présenté dans le tableau ci-contre.

En outre, nous avons eu l'occasion de poser des questions à la direction et de discuter de manière critique les informations reçues et le développement futur de l'entreprise. Notre évaluation repose en grande partie sur des informations obtenues auprès de la direction. Ainsi, notre responsabilité est limitée à l'analyse et l'évaluation attentives et professionnelles des informations qui nous ont été fournies.

EY suppose l'exactitude et l'intégrité des informations fournies et se fie aux déclarations de la direction. Dans ce contexte, la direction nous a confirmé qu'elle, ou les personnes responsables de Hügli, n'avait pas connaissance de faits ni de circonstances selon lesquels les informations fournies seraient fallacieuses, inexactes ou incomplètes.

Nombre d'actions prises en compte

Lors de la date d'évaluation, le capital de Hügli était constitué de 280,000 actions au porteur cotées en bourse avec une valeur nominale de CHF 1.0 ainsi que 410,000 actions nominales non cotées avec une valeur nominale de CHF 0.5. Les 1,369 actions au porteur auto-détenues fin FY17A sont déduites de ce calcul. Ces actions ne sont pas pertinentes pour une prise de contrôle de l'entreprise et ne sont donc pas prises en compte dans nos considérations de valorisations.

Afin de déterminer la valeur par action au porteur, nous divisons la valeur des capitaux propres obtenue par la valeur nominale totale de CHF 483,631 (nombre d'actions multiplié par leur valeur nominale respective) que nous multiplions enfin par la valeur nominale des actions au porteur de CHF 1.0.

A la date d'évaluation, il n'existe pas de stock options. Les cadres de l'entreprise ainsi que les membres du conseil d'administration peuvent cependant recevoir au choix une partie de leur compensation en actions à un prix réduit de 25% dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise. Les actions auto-détenues le sont essentiellement pour permettre ce programme.



1 Introduction

Approche et méthodes d'évaluation

Dashboard

1 Introduction

2 Profil

3 Considération de valorisation

4 Conclusion générale

5 Annexe

Approche

Etapes de l'analyse

- 1 Recherche et analyse d'informations pertinentes
- 2 Analyse des données financières historiques
- 3 Analyse du Business Plan
- 4 Recherche de marché concernant le secteur et analyse du groupe d'entreprises comparables
- 5 Benchmarking des KPIs choisis
- 6 Interview de la direction
- 7 Considération de valorisation de Hügli à l'aide de méthodes de valorisation appropriée
- 8 Analyse de sensibilité des facteurs déterminants
- 9 Evaluation de l'offre par un comité d'attestation d'équité interne
- 10 Conclusion de la valorisation

Source: EY

Analyse et méthodes d'évaluation

Approche

Analyse du prix de l'action – VWAP(60)

Estimations des analystes au sujet du prix indicatif

Méthode du cash-flow actualisé (CFA)

Multiples de marché (multiples de sociétés et de transactions comparables)

Source: EY

Approche

EY a fixé ses propres considérations de valeur pour la valorisation des actions Hügli. Les étapes indiquées dans le tableau de gauche font partie intégrante de notre travail. Cette attestation d'équité a été élaborée du point de vue de tous les actionnaires publics. Notre analyse n'a pris en compte aucun impôt personnel, ni d'autres conséquences de l'acceptation ou du rejet de l'offre. La prise en compte de ces éléments ne serait pas possible en raison du nombre d'intérêts divergents des actionnaires.

Principes d'évaluation

L'évaluation a pour objectif de déterminer la valeur par action au porteur de Hügli et de ses entreprises affiliées à la date du 12 janvier 2018, dans un modèle de continuité d'exploitation de Hügli

Des effets d'acquisitions potentielles ou de futures synergies avec un investisseur ne sont pas pris en compte dans notre évaluation. Un modèle stand-alone constitue donc la base de nos considérations. De plus, nous avons supposé que l'orientation opérationnelle du groupe retenue dans les informations financières est correcte et ne sera pas substantiellement modifier dans le futur.

Choix des méthodes d'évaluation et des procédures

En principe, à condition que le marché soit efficient, le prix par action d'une société cotée constitue la meilleure indication de sa valeur. Par conséquent, le marché de l'action sous-jacent doit être liquide. Comme montré dans le chapitre «Considération de valorisation», ce n'est pas le cas pour les actions au porteur de Hügli. Le marché pour les actions au porteur de Hügli est illiquide et le cours de bourse des actions au porteur de Hügli ne permet donc pas de déterminer une valeur juste de l'action.

Pour garantir une bonne évaluation, d'autres méthodes d'évaluation et d'analyse de Hügli ont été appliquées. Les méthodes utilisées figurent dans le tableau ci-contre.

Pour déterminer la valeur d'une action de Hügli, la méthode du cash-flow actualisé (CFA) a été utilisé comme méthode d'évaluation principale. La méthode CFA est fondé sur le principe de la continuité des activités et permet de prendre en compte des facteurs spécifiques à une société, car les données financières sont représentées en détail.

Les méthodes complémentaires appliquées, par exemple la méthode des multiples de marché, permet plutôt de contrôler la plausibilité des résultats de la méthode CFA.

2

Profil

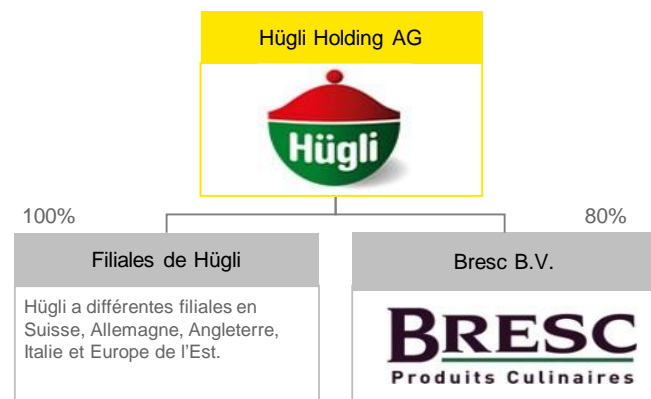
Dans cette section	Page
Description de l'entreprise	9
Evolution historique de l'entreprise	10
Divisions	11
Benchmarking	12
Analyse de marché	14

2 Profil

Description de l'entreprise

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

Structure organisationnelle



Source: Direction

Description de l'entreprise

- ▶ Hügli développe, produit et distribue depuis 1935 des produits alimentaires déshydratés dans le secteur des plats préparés. Hügli a 11 sites de production en Suisse, Allemagne, Grande-Bretagne, Italie, République Tchèque, Espagne et aux Pays-Bas ainsi que des distributeurs en Europe de l'Est.
- ▶ Les catégories de produits les plus importantes de Hügli sont les soupes, les sauces, les plats cuisinés, les desserts ainsi que les aliments fonctionnels.
- ▶ L'activité de Hügli est répartie en 4 divisions:
 - ▶ **Food Service:** Livraison de produits à des cuisines professionnelles et au secteur de la gastronomie («restauration hors domicile»)
 - ▶ **Customer Solutions:** Production en marque propre d'emballages pour la grande distribution et sociétés de marque
 - ▶ **Consumer Brands:** Production et vente en marque propre au consommateur final de produits majoritairement bios dans des magasins diététiques et des magasins d'aliments naturels
 - ▶ **Food Ingredients:** Fabrication d'ingrédients pour la production industrielle de denrées alimentaires
- ▶ Les divisions sont décrites plus en détail dans les pages à venir.
- ▶ En FY16, Hügli avait 1,500 employés dont près de 50% en Allemagne.
- ▶ En FY16, Hügli a acquis 80% de Bresc B.V. (Bresc), un producteur néerlandais d'ail et d'herbes aromatiques. En FY16, Bresc a contribué à hauteur de CHF 13.7m au revenu du groupe. En FY21, Hügli devrait exercer son option de rachat des 20% restants.
- ▶ Le bilan ainsi que le compte de résultat de Hügli sont présentés en annexe de ce rapport.

Principales catégories de produits de Hügli



Bouillons



Sauces



Soupes



Desserts



2 Profil

Evolution historique de l'entreprise

- Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

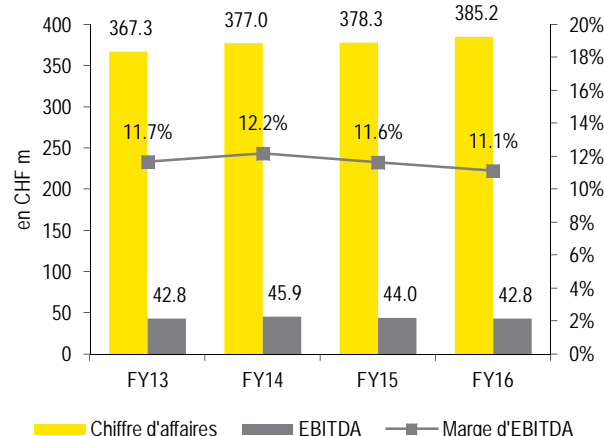
Chiffre d'affaires et EBITDA

Le chiffre d'affaires de Hügli est passé de CHF 367.3m en FY13 à CHF 385.2m en FY16, ce qui correspond à un CAGR de 1.6%.

Jusqu'en FY15 la croissance du chiffre d'affaires était essentiellement de source organique. En FY16 le recul du chiffre d'affaires de 2.6% a été compensé par un effet-deviser positif et l'acquisition de Bresc.

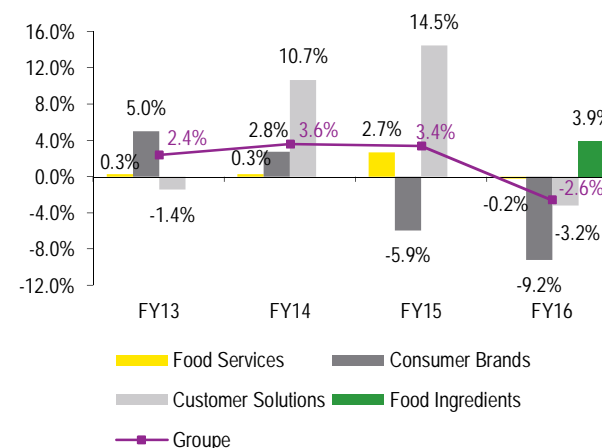
La marge d'EBITDA a légèrement diminué durant la période analysée, passant de 12.2% en FY14 à 11.1% en FY16.

Chiffre d'affaires et EBITDA en FY13-FY16



Source: Direction

Croissance organique en FY13-FY16



1. Food Ingredients a été créé en FY16 à la suite d'une restructuration

Source: Direction

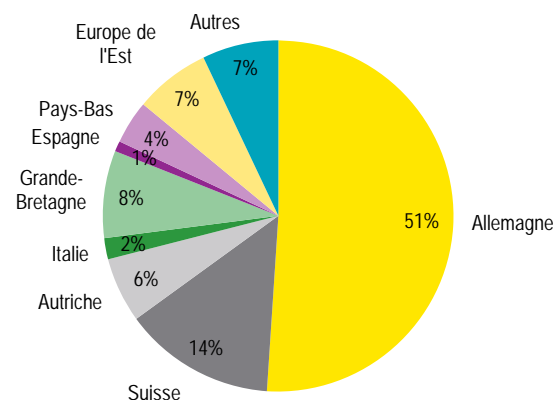
Croissance organique

Hügli a eu une croissance organique relativement constante en FY13-FY15 avec une moyenne de 3.1%. Les divisions présentent des évolutions volatiles. Au terme d'une forte croissance en FY13-FY14, Consumer Brands a subi un net recul en FY15-FY16. Customer Solutions a atteint en FY14-FY15 des taux de croissance de respectivement 10.7% et 14.5%, mais a subi un recul organique du chiffre d'affaires en FY16.

Segments géographiques

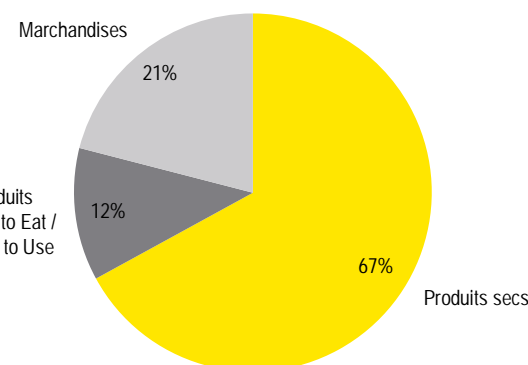
En FY16, Hügli a réalisé 50% de son chiffre d'affaires en Allemagne. La Suisse (14%), la Grande-Bretagne (8%) et l'Europe de l'Est constituent les autres marchés de distribution importants. Le chiffre d'affaires restant se répartit entre l'Italie, les Pays-Bas, l'Espagne, l'Autriche et Autres (Bresc).

Chiffre d'affaires par domicile (client) en FY16



Source: Direction

Chiffre d'affaires par type de produits en FY16



Source: Direction

Type de produits

Les produits alimentaires déshydratés constituent le type de produit le plus important de Hügli avec 67% du chiffre d'affaires. Les marchandises contribuent à hauteur de 21% au chiffre d'affaires en FY16 et le «Ready to eat» à hauteur de 12%.



2 Profil

Divisions

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

Food Service



Information	
Générale	La division Food Service fournit des produits en marque propre aux cuisines «hors domiciles» et au secteur de la gastronomie avec près de 250 représentants commerciaux (distribution directe) dans huit pays.
Clients	Restaurants, Hôtels, Cantines, Hôpitaux, Traiteurs, Armée, Prisons
Marques	Hügli, Supro, Tutto Gusto, Vogeley
Produits	Soupes, Sauces, Bouillons, Desserts etc. ainsi que certaines marchandises

Chiffre d'affaires FY16 / %

CHF 151m

39%

Customer Solutions



Information	
Générale	Les divisions Private Label, Brand Solutions et Food Industry ont été fusionnées pour former Customer Solutions en FY17. Celle-ci développe et produit des emballages pour pour les marques de distributeurs et entreprises de marketing
Clients	Distributeurs, Entreprises de marques sans production propre et producteurs de denrées alimentaires Brand Owners, Food Manufacturers et Private Label
Marques	Marques des clients
Produits	Soupes, Sauces, Bouillons, Condiments, Dressings, Health & Nutrition, Bio, Régime, Produits secs et liquides en conserve

Chiffre d'affaires FY16 / %

CHF 139m

36%

Consumer Brands



Information	
Générale	Distribution des marques propres de Hügli pour le client final via des commerçants de détail de denrées alimentaires ou en direct.
Clients	Magasins diététiques, Magasins bios, Epiceries
Marques	Heirler, Cenovis, Neuco, Erntesege, Natur Compagnie, Tellofix, Oscho, Eden
Produits	Produits bios, Ersatz de viande, Plats cuisinés

Chiffre d'affaires FY16 / %

CHF 57m

15%

Food Ingredients



Information	
Générale	Production d'ingrédients pour la production industrielle de denrées alimentaires, production d'emballages pour le client final en outsourcing.
Clients	Industrie de la transformation et du traitement de denrées alimentaires
Marques	Marques des clients
Produits	Produits aromatiques et de liaison, Aromes

Chiffre d'affaires FY16 / %

CHF 25m

7%



2 Profil

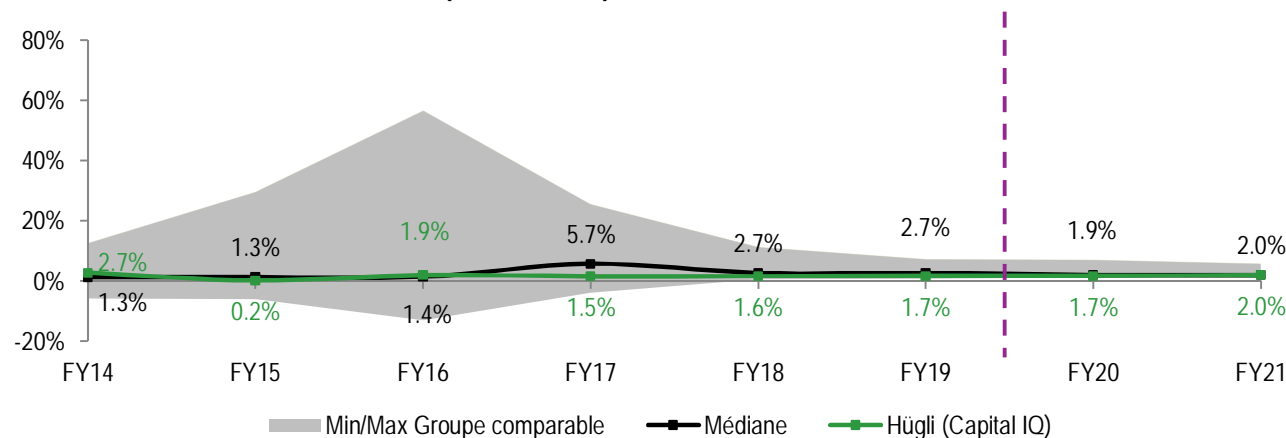
Benchmarking

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

Croissance du chiffre d'affaires FY14-FY16

La croissance du chiffre d'affaires historique de Hügli est comprise entre 0.2% et 0.7%. La croissance de chiffre d'affaires atteinte se situe en moyenne au niveau de la médiane des entreprises comparables (1.3%-1.4%).

Croissance du chiffre d'affaires (FY14-FY21)



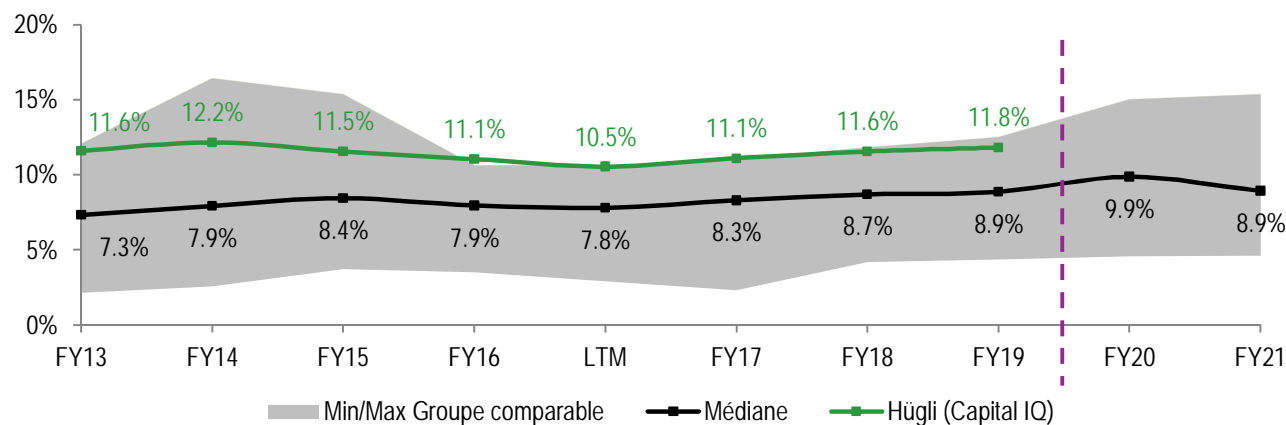
Croissance du chiffre d'affaires FY17-FY21

Les analystes s'attendent à une accélération de la croissance du chiffre d'affaires de Hügli de 1.5% en FY17 à 2.0% en FY21. D'après les estimations d'analystes, la croissance de Hügli s'approche de la médiane des entreprises comparables.

Marge d'EBITDA FY13-FY16

La marge d'EBITDA historique de Hügli se situe entre 11.1% et 12.2%. Ce faisant, elle est largement supérieure à la médiane des entreprises comparables (7.3%-8.4%), tout en étant néanmoins comprise dans la fourchette des entreprises comparables (marge d'EBITDA annuelle la plus élevée et la plus faible).

Marge d'EBITDA (FY13-FY21)



Marge d'EBITDA FY17-FY19

Une augmentation de la marge d'EBITDA de Hügli de 11.1% à 11.8% est prévue pour FY17-FY19. Ainsi, Hügli se situe à la limite supérieure des entreprises comparables. Les analystes s'attendent également à une augmentation de la médiane des marges des entreprises comparables, mais Hügli devrait être en mesure de produire une marge significativement supérieure à la médiane des entreprises comparables.

Remarques sur les graphiques:

1. Les valeurs de Hügli sont basées sur des estimations d'analystes publiquement disponibles selon Capital IQ: il y a 3 estimations d'analystes pour FY17-19 et 1 pour FY20-21. Aucune estimation n'est disponible pour l'EBITDA de FY20-21.
2. FY17 correspond aux estimations pour FY17 et non aux chiffres réalisés de FY17.
3. Pour FY20-21, les estimations des analystes ne sont disponibles que pour 4 à 7 des 13 sociétés comparables. Par conséquent, la validité des informations d'analyse comparative pour FY20-FY21 est limitée.

Source: Capital IQ, EY



2 Profil

Benchmarking

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

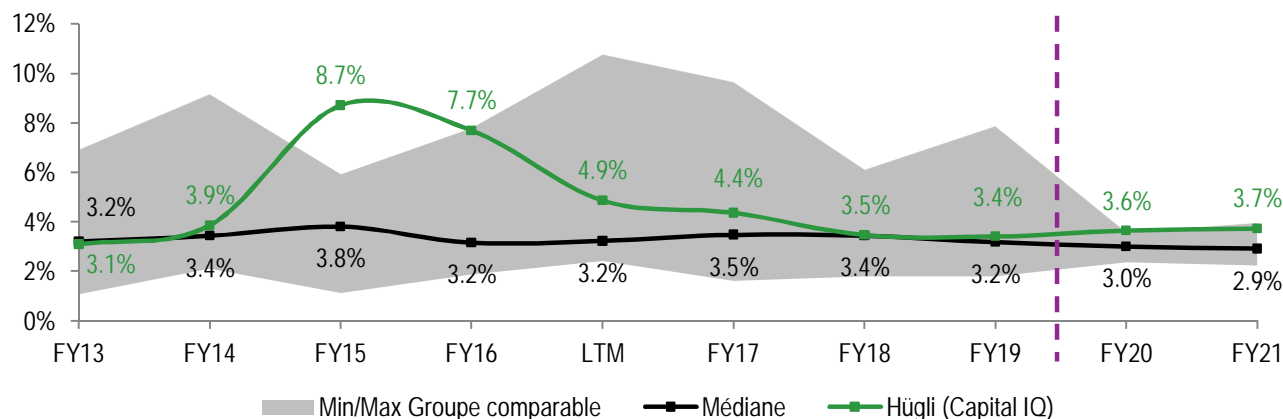
CAPEX (% du chiffre d'affaires) FY13-FY16

Hügli a investi en FY13 et FY14 3.1% et 3.9% de son chiffre d'affaires, ce qui correspond à la médiane du groupe d'entreprises comparables.

Les investissements ont atteint 8.7% et 7.7% du chiffre d'affaires en FY15 et FY16, permettant à Hügli de se situer significativement au-dessus de la moyenne des comparables.

La raison principale pour cette augmentation nette du volume d'investissement tient dans l'établissement d'une nouvelle chaîne de production à Radolfszell en Allemagne. La production y est entièrement automatisée.

CAPEX en % du chiffre d'affaires (FY13-FY21)



Remarque sur le graphique:

1. Les valeurs de Hügli sont basées sur des estimations d'analystes publiquement disponibles selon Capital IQ: il y a 3 estimations d'analystes pour FY17-19 et 1 pour FY20-21. Aucune estimation n'est disponible pour l'EBITDA de FY20-21.
2. FY17 correspond aux estimations pour FY17 et non aux chiffres réalisés de FY17.
3. Pour FY20-21, les estimations des analystes ne sont disponibles que pour 4 à 7 des 13 sociétés comparables. Par conséquent, la validité des informations d'analyse comparative pour FY20-FY21 est limitée.

Source: Capital IQ, EY

CAPEX (% du chiffre d'affaires) FY17-FY21

Durant la période planifiée, le niveau d'investissement de Hügli devrait se situer à 3.4%-4.4% du chiffre d'affaires, et ainsi légèrement supérieur à la médiane du groupe comparable.

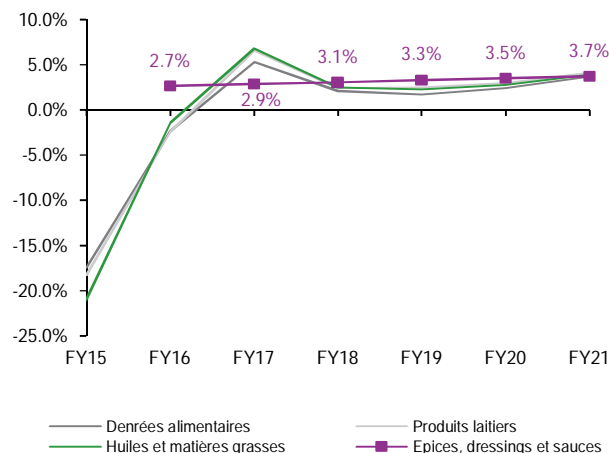


2 Profil

Analyse de marché

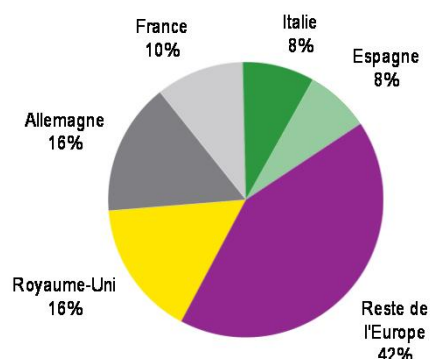
Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

Croissance du marché en Europe FY15-FY21



Source: BMI, MarketLine, EY

Condiments, Dressings & Sauces: Parts par pays en FY16



Source: MarketLine, EY

Le marché européen des denrées alimentaires

Status Quo

- D'après Business Monitor International Ltd. (BMI, septembre 2017), le secteur des denrées alimentaires européen a subi une période de déclin ces dernières années. En FY15, le marché alimentaire européen s'est contracté de 17.5% et, en FY16, de 2.3%. Pour FY17, cependant, une correction de croissance positive de 5.3% est attendue. Les taux de croissance les plus élevés sont estimés pour les sous-industries des produits laitiers et des huiles et matières grasses.
- Selon MarketLine (mai 2017), le marché européen des épices, dressings et sauces a une valeur d'environ USD 27.3 milliards en FY17, ce qui représente une croissance de 2.7% par rapport à FY16. Cela correspond à un volume de 4.7 milliards de kg (croissance de 2.3% par rapport à FY16).

Facteurs déterminants et perspectives

- Le marché européen peut être divisé en deux régions ayant différents degrés de maturité et donc de facteurs de développement.
- Les marchés **d'Europe de l'Ouest** ont un degré élevé de saturation. Alors que les producteurs sont souvent très fragmentés, les acheteurs directs sont généralement de grands opérateurs de chaînes de supermarchés et d'hypermarchés, qui sont dans une forte concurrence sur les prix et peuvent utiliser leur pouvoir de marché pour exercer une pression à la baisse sur les marges des producteurs. Ceci est renforcé par les préférences des consommateurs, qui affichent une sensibilité accrue aux prix et subissent la faible croissance économique des dernières années et un taux de chômage élevé. Une prise de conscience accrue en faveur de la production biologique et des achats locaux sont les principaux moteurs du potentiel de croissance en Europe de l'Ouest. Les magasins haut de gamme qui mettent l'accent sur les services de restauration sur le pouce et une alimentation saine constituent la principale tendance.
- En revanche, selon BMI, le marché de **l'Europe de l'Est** offre un potentiel de croissance important. Ainsi, les parts de marché des opérateurs de super et d'hypermarchés sont plus éclatées. Cependant, les discounters tels que Lidl et Aldi, et les hypermarchés tels que Tesco, Metro et Carrefour ont déjà commencé à se développer sur ces marchés, ce qui devrait accroître la concurrence sur les prix et contribuer à la concentration du secteur. La Pologne en est un bon exemple. L'entrée sur le marché d'Aldi et Jeronimo Martins a conduit à une guerre des prix. Par ailleurs, les prévisions de dépenses des consommateurs pour l'Europe de l'Est sont meilleures que pour l'Europe de l'Ouest, tirées par une croissance économique et un marché du travail plus dynamique.
- Tant BMI que MarketLine s'attendent pour l'Allemagne à des taux de croissance inférieurs. Pour le marché alimentaire, BMI prévoit des taux de croissance de l'ordre de 2.5%. Le segment «huiles et matières grasses» se démarque, avec des taux de croissance projetés entre 5.6% et 10.1%. La croissance du marché des épices, des dressings et des sauces devrait être juste au-dessus de 1.0%.

Sources:

1. BMI Research, 2017: Germany Food & Drink Report Q1 2018; Europe Food & Drink Report Q4 2017.
2. MarketLine Industry Profiles, 2017: Germany Seasonings, Dressing & Sauces – Market Forecasts / Competitive Landscape / Market Segmentation; Europe Seasonings, Dressing & Sauces – Market Forecasts / Market Share / Market Segmentation.

3

Considération de valorisation

Dans cette section	Page
Analyse du cours de l'action au porteur Hügli	17
Estimation des analystes	18
Analyse des cash-flows actualisés	19
Analyse de multiples	27

3 Considération de valorisation

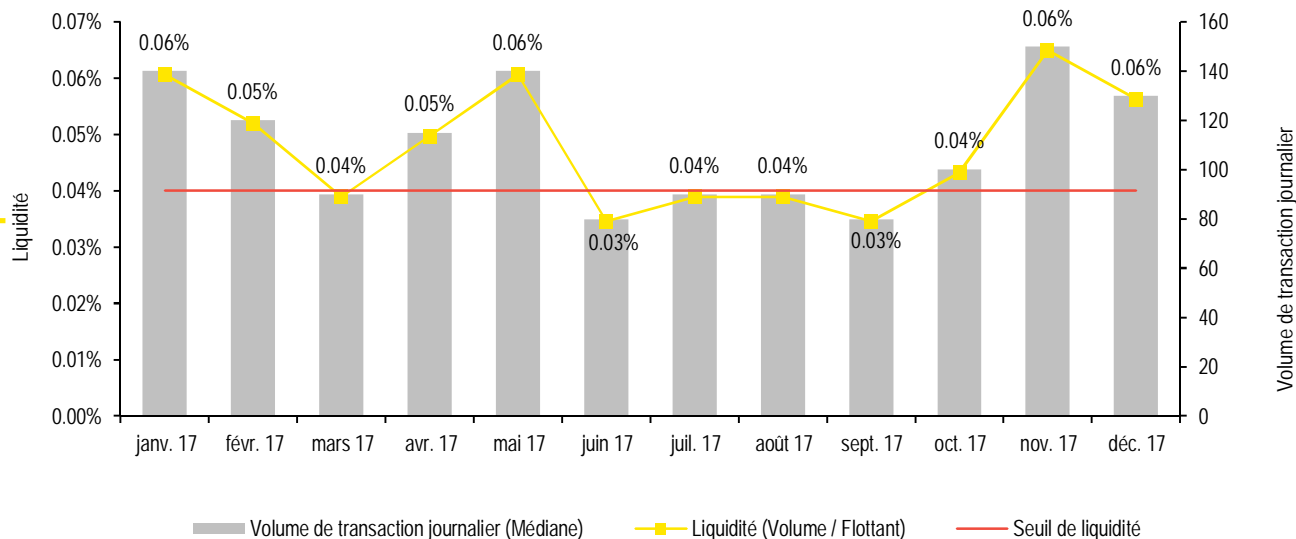
Liquidité des actions au porteur de Hügli selon la commission des offres publiques d'acquisitions (OPA)

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de ...
4 Conclusion générale
5 Annexe

Volume de négociation et de liquidité des actions de Hügli

Liquidité I Analyse

Nos analyses démontrent que le volume d'actions au porteur Hügli négocié n'a dépassé le seuil de liquidité de 0.04% que lors de 7 des 12 mois figurant dans la période d'étude pertinente précédant l'annonce de l'offre (de janvier 2017 à décembre 2017). Dès lors, ces titres sont considérés illiquides d'après la définition de la commission des OPA.



Volume négocié journalier

L'analyse de la liquidité indique qu'aucune transaction portant sur les actions au porteur Hügli n'a eu lieu lors de 4 des 259 jours ouvrés étudiés.

Liquidité I Conséquence

Puisque les actions au porteur de Hügli sont considérées illiquides au sens de la définition de la commission OPA, nous avons accordé une importance limitée au cours de l'action Hügli ainsi qu'au VWAP (cours moyen pondéré selon le volume) pour nos considérations de valorisation. Le volume de négociation faible indique la possibilité d'un cours d'action distordu, car le cours ne reflète pas toutes les informations importantes.

Remarques sur le graphique:

1. Le graphique montre le volume de négociation (médiane mensuelle) et la liquidité dans la période d'observation de janvier 2017 à décembre 2017. L'analyse de liquidité est fondée sur des données de Capital IQ. Le seuil de liquidité déterminé par la commission OPA est de 0.04%. Veuillez vous référer au circulaire n°2 'Liquidité au sens du droit des OPA.
2. Une action est considérée comme non-liquide au sens de la commission des OPA, si la médiane mensuelle du volume de négociation quotidien est supérieure ou égale à 0.04% du flottant pendant 10 des 12 mois précédant l'annonce préalable ou l'offre.

Source: Capital IQ,

Conclusion

Le cours boursier des actions au porteur Hügli ne livre que peu d'informations du fait d'un manque de liquidité et ne sert par la suite que modérément à la Considération de valorisation

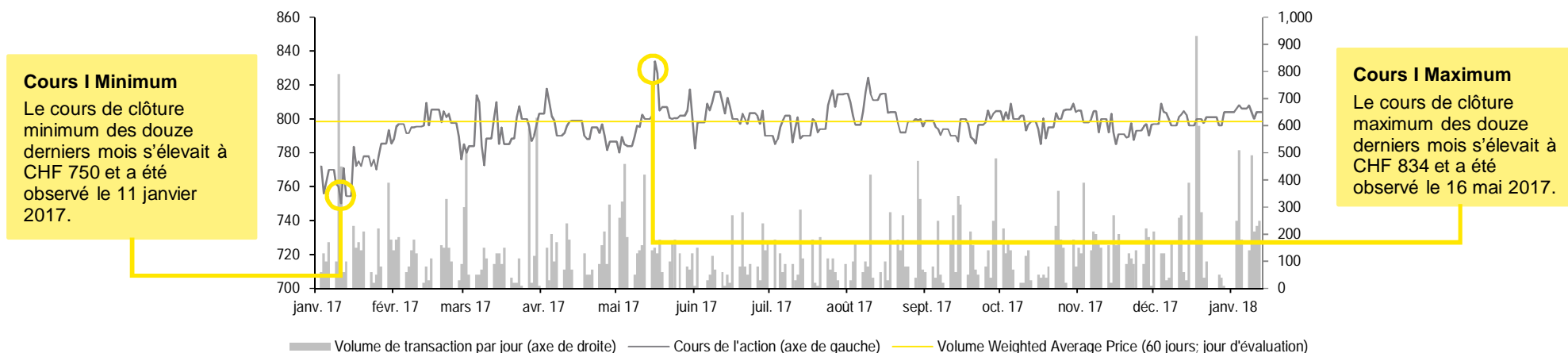


3 Considération de valorisation

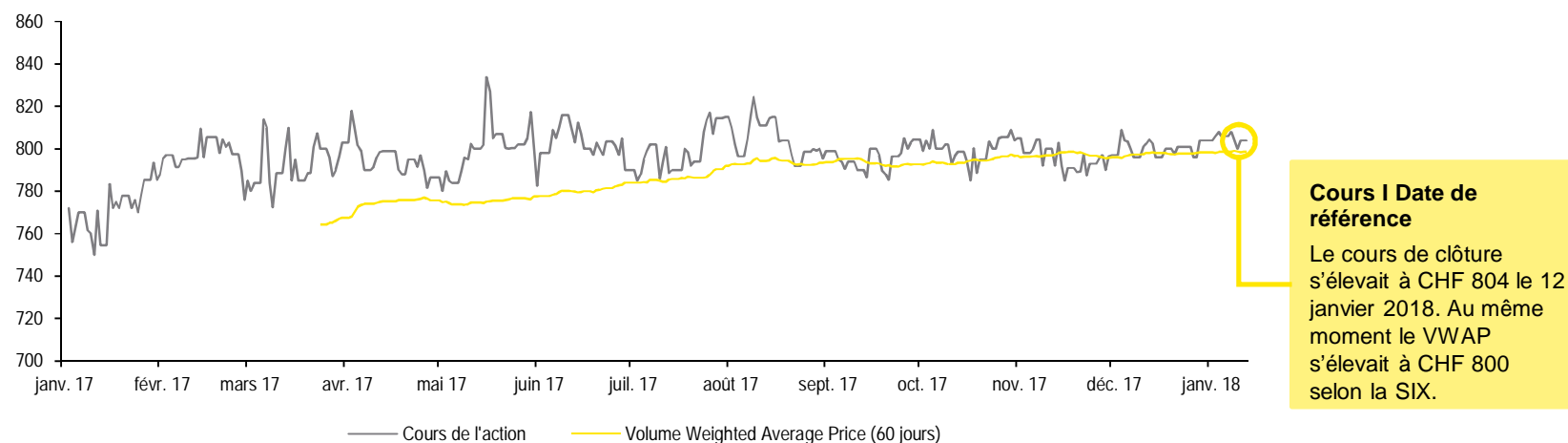
Analyse du cours de l'action au porteur Hügli

- Dashboard
- 1 Introduction
- 2 Profil
- 3 Considération de ...**
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

Évolution du prix de l'action et du volume de négociation (1er janvier 2017 au 12 janvier 2018)



Évolution du VWAP60 (1er janvier 2017 au 12 janvier 2018)



Remarques sur les graphiques:

1. Les graphiques montrent l'évolution du prix de l'action sur une période d'observation de 52 semaines.
2. Le VWAP est déterminé sur la base de données de Capital IQ.

Source: Capital IQ



3 Considération de valorisation

Estimation des analystes

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de ...
4 Conclusion générale
5 Annexe

Aperçu des prévisions FY17F jusqu'à FY19F

Devise: CHF 000	FY17	FY18	FY19	CAGR FY17-FY19
Estimation du chiffre d'affaires	382.1	386.9	392.8	n/a
<i>Croissance du chiffre d'affaires</i>	<i>(0.8%)</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.5%</i>	<i>0.9%</i>
Estimation de l'EBITDA	42.4	44.7	46.4	3.0%
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>11.1%</i>	<i>11.5%</i>	<i>11.8%</i>	<i>n/a</i>
Estimation de l'EBIT	27.3	28.7	30.3	3.5%
<i>Marge d'EBIT</i>	<i>7.1%</i>	<i>7.4%</i>	<i>7.7%</i>	<i>n/a</i>

Remarque sur le tableau:

1. Le tableau montre les chiffres clés (KPI) qui sous-tendent l'estimation des cours cibles

Source: Capital IQ, Analyst Reports Hügli Holding AG daté d'août 2017

Cours cible I Action Hügli

Selon les estimations des analystes (août 2017), le cours cible se situe entre CHF 707 et CHF 807. Le cours cible à moyen terme pour une action Hügli est estimé entre CHF 799 et CHF 847.

Évolution du chiffre d'affaires

Les analystes attendent un recul du chiffre d'affaires de 0.8% en FY17, touchant tous les segments exceptée la région Europe de l'Est. Pour les années suivantes, les analystes prévoient une faible croissance (FY18 1.3%, FY19 1.5%).

Évolution des marges

Les analystes attendent une amélioration de la profitabilité et prévoient des marges EBITDA et EBIT de 11.8% et 7.7% pour FY19.

Conclusion

Les estimations des analystes définissent une fourchette de valeurs entre CHF 707 et CHF 807 pour une action au porteur Hügli sur la base de la valorisation CFA la plus récente (août 2017). À moyen terme, le cours cible pour une action Hügli est estimé entre CHF 799 et CHF 847 par deux analystes.

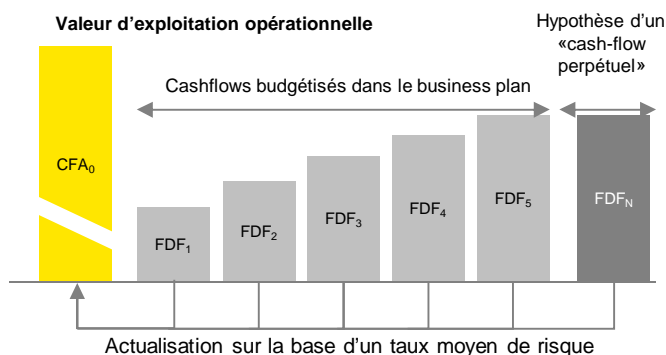
3 Considération de valorisation

Analyse des cash-flows actualisés

Hypothèses générales

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de ...
4 Conclusion générale
5 Annexe

Méthode CFA



Remarques concernant le graphique:

1. La méthode du CFA détermine la valeur d'exploitation d'une société en actualisant le flux de trésorerie (FDT) prévu au coût moyen pondéré du capital (CMPC).
2. Le FDT représente les flux de fonds avant le financement des activités et donc ceux auxquels ont droit les porteurs d'actions et d'obligations. Pour obtenir la valeur nette, la valeur commerciale de la dette de l'entreprise est déduite. En outre, les autres actifs/passifs non couverts dans le calcul du FDT sont ajoutés/déduits.
3. Si l'on suppose la poursuite des activités, la période formelle du plan d'affaires est suivie d'une hypothèse concernant un FDT durable. Ce cash-flow durable sert de base pour calculer la valeur terminale. La valeur terminale inclut la valeur actuelle de tous les FDF suivant la période du business plan.

Source: EY

Hypothèses du CFA

L'évaluation est réalisée au niveau consolidé de Hügli Holding AG. Pour la détermination de la valeur de la société d'exploitation, seuls les flux de trésorerie à disposition des investisseurs de Hügli Holding AG sont indiqués. Puisque Besc est consolidée par intégration globale, les intérêts minoritaires prévus par la direction, qui concernent la participation de 20% détenue par Besc, qui n'appartient pas à Hügli, seront déduits des flux de trésorerie du Groupe pendant la période du plan. En FY21, Hügli a l'intention d'exercer l'option d'achat existante et d'acquérir les 20% restants. À cette fin, la valeur actuelle du paiement au comptant prévu est déduite dans la détermination de la valeur totale de l'entreprise. Le FCF de la valeur résiduelle est de 100% de Besc et n'a donc pas besoin d'être ajusté pour les intérêts minoritaires.

Pour calculer la valeur totale de l'entreprise, les actifs ou passifs potentiels hors exploitation et autres sont ajoutés ou déduits de la valeur d'exploitation. Ces positions sont expliquées à la page 24 de ce rapport.

Afin de déterminer la valeur de consolidation de Hügli, les passifs financiers sont déduits. Dans une dernière étape, la valeur par action au porteur est calculée en tenant compte du nombre d'actions concernées et de leurs valeurs nominales.

Les hypothèses suivantes ont été formulées pour effectuer notre analyse du CFA :

- Date d'évaluation: 12 janvier 2018
- Période du plan d'affaires: FY18 à FY20 basé sur les montants pré-budgétés par la direction
- Valeur résiduelle: basée sur FY20N
- Devise de présentation: CHF
- Taux d'imposition du groupe/holding: 22.0% (taux d'imposition prévu à moyen terme selon la direction)
- Selon la direction, toutes les imputations internes respectent le principe de pleine occurrence et il n'existe pas de passifs éventuels ou de passifs financiers non-comptabilisés, mis à part ceux évoqués page 24

La dette financière nette et autres liquidités se basent sur le résultat non audité du 31 décembre 2017. Selon la direction, il n'existe pas de constatations ou d'informations prévoyant que ces données financières évolueront substantiellement par rapport à la date d'évaluation et le rapport annuel.



3 Considération de valorisation

Analyse des cash-flows actualisés

Hypothèses du business plan

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de ...
4 Conclusion générale
5 Annexe

Hypothèses principales du business plan

Devise: CHF 000	FY18-FY20
Croissance du chiffre d'affaires, CAGR	3.4%
Ø Marge d'EBITDA	11.6%
Ø Marge d'EBIT	7.7%
Ø Fonds de roulement en % chiffre d'affaires	24.4%
Ø Capex en % chiffre d'affaires	3.7%
Ø Amortissements et dépréciations en % chiffre d'affaires	3.9%

Source: Direction

Business plan

L'évaluation DCF est basée sur le business plan actuel préparé par la direction et approuvé par le conseil d'administration. Il comprend une extrapolation pour FY17 et FY18-20 au niveau consolidé. Les chiffres du budget intégré comprennent un compte de résultat planifié, un bilan budgété, un état des flux de trésorerie et une planification des investissements. Ils ont été préparés par la direction des unités d'affaires respectives. Toutes les informations financières sous-jacentes à l'évaluation ont été préparées conformément aux Swiss GAAP FER.

L'élaboration de la première année de planification (budget) a été créée en détail pour chaque client et produit. Les prévisions ont été établies 'bottom up' au niveau des sociétés simples par segment et après avoir contrôlé leur conformité avec les objectifs cibles 'top down'. Pour les années suivantes, les prévisions ont été réalisées à une échelle consolidée.

Le business plan sous-jacent de l'évaluation ne comporte pas d'acquisitions futures.

En plus, si possible, le business plan de la direction est comparé dans la mesure du possible aux résultats de l'analyse benchmarking d'EY (analyse de l'évolution d'entreprises comparables). Le groupe d'entreprises comparables utilisé dans notre analyse est le même que celui utilisé pour la détermination du coût du capital et de l'analyse de multiples de marché.

Les hypothèses sous-jacentes de la valeur terminale sont basées sur des hypothèses d'EY, qui ont été élaborées au cours des discussions avec la direction et soutenues par des données benchmarking et des estimations d'analystes.

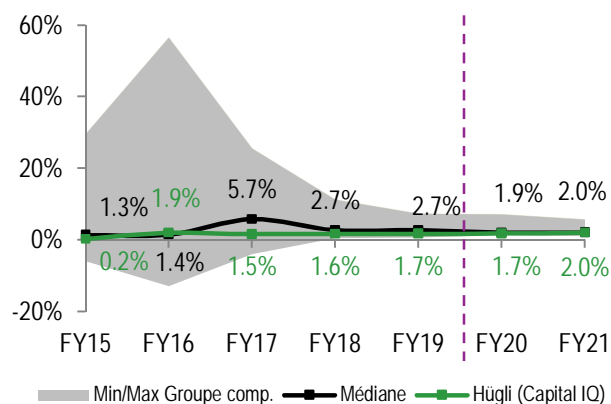
3 Considération de valorisation

Analyse des cash-flows actualisés

Hypothèses du business plan

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de ...
4 Conclusion générale
5 Annexe

Croissance du chiffre d'affaires (FY15-FY21)



Croissance du chiffre d'affaires

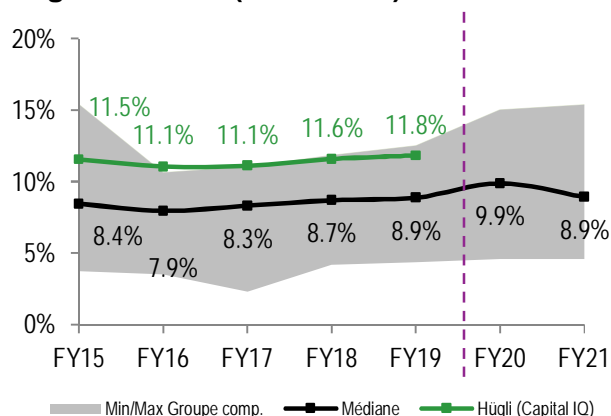
Au cours de la période de planification (FY18-FY20), la direction prévoit une croissance du chiffre d'affaires moyen de 3.4% (CAGR), intégrant les effets de change.

La croissance prévue des revenus de la direction est supérieure à la croissance historique. Par rapport au groupe de pairs, la croissance est inférieure à la médiane, mais dans la fourchette.

Les hypothèses suivantes justifient la planification des revenus selon la direction:

- La direction prévoit une tendance à la stagnation ou à la baisse sur le marché des produits déshydratés et prévoit donc une réorientation stratégique, avec un focus sur les produits finis et les produits mobiles («ready to eat» / «ready to go»). Suite à l'acquisition de Bresc en FY16, la direction prévoit de continuer à exploiter le potentiel de croissance de Bresc.
- Dans la division Consumer Brands, la direction a l'intention de se concentrer sur des marques spécifiques que l'on prévoit de lancer et de relancer afin de renforcer les profils de marque. Les marques non rentables sont retirées de l'offre.
- Le risque associé à l'atteinte des objectifs de revenus est anticipé grâce à un processus de planification précis, où la planification des revenus est faite pour chaque jour et chaque produit.

Marge d'EBITDA (FY15-FY21)



Marge d'EBITDA

Au cours de la période de planification, la direction s'attend à une légère augmentation des marges et prévoit une marge d'EBITDA moyenne de 11.6%, supérieure à la médiane des sociétés comparables, mais dans la fourchette.

Les hypothèses suivantes justifient le développement de la marge selon la gestion:

- Les ajustements d'assortiment prévus dans le cadre de la réorientation devraient permettre de réduire des coûts et d'accroître l'efficacité.
- Avec la stratégie technologique nouvellement introduite, la direction prévoit de tirer parti des avantages de l'automatisation complète, de procéder à l'optimisation des processus et de mieux maîtriser les coûts.
- Selon la direction, les coûts sont exposés à un risque plus faible que les ventes, car ils sont en grande partie fixes. Une couverture naturelle existe contre les fluctuations du taux de change car la plupart des coûts de base (matières premières, salaires) correspondent à des ventes dans la même devise.
- Selon la direction, la dépendance vis-à-vis du coût de matières premières est limitée dans la division Food Service, car des ajustements de prix peuvent être effectués, permettant ainsi de répercuter le risque sur le consommateur.

Remarque sur les graphiques:

1. Les valeurs de Hügli sont basées sur des estimations d'analystes publiquement disponibles selon Capital IQ: il y a 3 estimations d'analystes pour FY17-19 et 1 pour FY20-21. Aucune estimation n'est disponible pour l'EBITDA de FY20-21.
2. Pour FY20-21, les estimations des analystes ne sont disponibles que pour 4 à 7 des 13 sociétés comparables. Par conséquent, la validité des informations d'analyse comparative pour FY20-FY21 est limitée.

Source: Capital IQ, EY

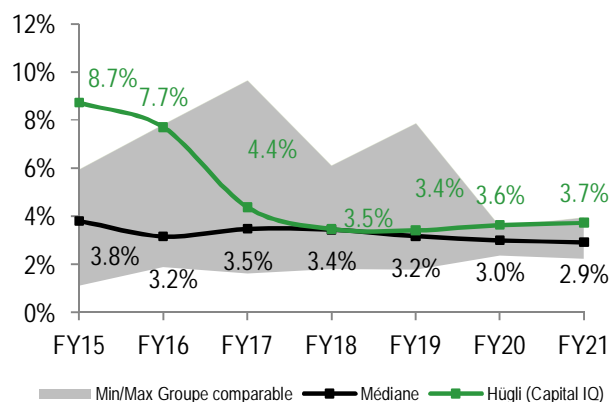
3 Considération de valorisation

Analyse des cash-flows actualisés

Hypothèses du business plan

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de ...
4 Conclusion générale
5 Annexe

CAPEX en % du chiffre d'affaires



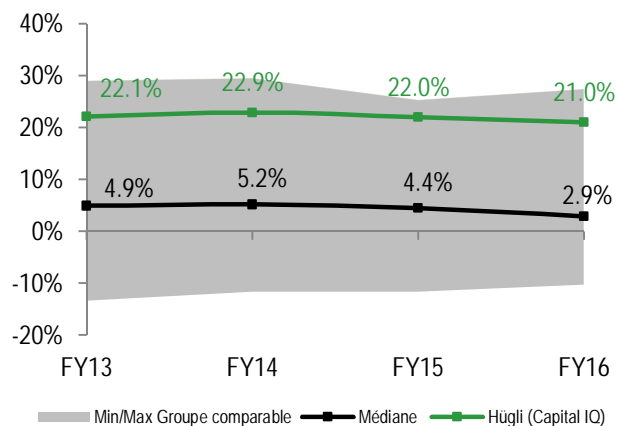
Investissements (CAPEX) / Dépréciation

- Les investissements planifiés par la direction dans les immobilisations au cours de FY18-20 représentent en moyenne 3.7% du chiffre d'affaires, en baisse par rapport aux années précédentes. Aucun investissement de croissance ou de rénovation significatif (comme par exemple Radolfzell en FY15-FY16) n'est prévu au cours de la période du plan.
- Le niveau d'investissement prévu par la direction est légèrement supérieur à la médiane du groupe de pairs.
- L'amortissement moyen (en % des ventes) est supérieur à l'investissement sur une période comparable.

Besoin en fonds de roulement (BFR) en % du chiffre d'affaires

- Le BFR moyen de 24.4% du chiffre d'affaires est basé sur le plan d'affaires, et plus exactement sur une planification du bilan consolidé (FY18F-FY20). Le niveau de BFR prévu est cohérent avec le BFR historique, qui était significativement plus élevé que la médiane des sociétés comparables.
- Les modifications du BFR prévues sont prises en compte dans l'évaluation.

BFR en % du chiffre d'affaires (FY13-FY16)



1. Les valeurs de Hügli sont basées sur des estimations d'analystes publiquement disponibles selon Capital IQ: il y a 3 estimations d'analystes pour FY17-19 et 1 pour FY20-21.
2. Pour FY20-21, les estimations des analystes ne sont disponibles que pour 4 à 7 des 13 sociétés comparables. Par conséquent, la validité des informations d'analyse comparative pour FY20-FY21 est limitée.

Source: Capital IQ, EY



3 Considération de valorisation

Analyse des cash-flows actualisés

Hypothèses pour l'année résiduelle

[Dashboard](#)[1 Introduction](#)[2 Profil](#)[3 Considération de ...](#)[4 Conclusion générale](#)[5 Annexe](#)

Hypothèses pour l'année résiduelle

Devise: CHF 000	FYN
Croissance du chiffre d'affaires, CAGR	0.9%
Ø Marge d'EBITDA	12.0%
Ø Marge d'EBIT	8.9%
Ø Fonds de roulement en % chiffre d'affaires	24.1%
Ø Capex en % chiffre d'affaires	3.1%
Ø Amortissements et dépréciations en % chiffre d'affaires	3.1%

Source: Direction, EY

Taux de croissance perpétuel

- Il est communément admis que le taux d'inflation à long terme est utilisé pour déterminer le taux de croissance perpétuelle, stabilisant les cash-flows futurs (croissance zéro en termes réels). Cependant, le taux de croissance perpétuelle ne peut pas être analysé individuellement, mais doit être cohérent avec les coûts du capital, aussi utilisés dans le calcul de la Valeur Terminale. L'inflation est incluse dans le calcul du coût du capital à travers le taux d'intérêt sans risque. Ainsi, le taux de croissance perpétuel ne doit pas dépasser le taux d'intérêt de base pour que cela soit cohérent.
- Par conséquent, nous avons défini un taux de croissance perpétuelle de 0.9% pour Hügli conformément au taux d'intérêts de base utilisés dans le calcul du CMPC. Le taux de croissance perpétuelle a été utilisé pour la détermination du chiffre d'affaires FYN, en se référant au chiffre d'affaires prévu pour FY20, et utilisé dans le modèle de croissance de Gordon.

Marge d'EBITDA durable

- D'après les estimations de la direction, la marge d'EBITDA durable a été fixée à 12.0%. Elle se situe dans la fourchette à moyen/long terme d'après la direction, ainsi que dans celle des estimations pour les entreprises comparables.

Investissements (CAPEX) / Dépréciations

- Pour l'année résiduelle, la direction prévoit un niveau d'investissements durable relatif au chiffre d'affaires à hauteur de 3.1%, couvrant les investissements de préservation. L'amortissement a été mis au même niveau que le capex. Ceci correspond à l'hypothèse de maintenir l'actif stable sur le long terme (immobilisations constantes à long terme) et est cohérent avec la déduction du taux de croissance perpétuel (croissance zéro en termes réels).

Besoin en fonds de roulement (BFR) en % du chiffre d'affaires

- 24.1% du chiffre d'affaires a été retenu comme niveau durable du BFR pour FY20.



3 Considération de valorisation

Analyse des cash-flows actualisés

Hypothèses d'évaluation complémentaires

[Dashboard](#)[1 Introduction](#)[2 Profil](#)[3 Considération de ...](#)[4 Conclusion générale](#)[5 Annexe](#)

Economies fiscales sur pertes

CHF 0.4m

- ▶ Selon la direction, les pertes reportées d'une filiale italienne s'élèvent à CHF 1.5m. Celles-ci pouvant être compensées par les bénéfices attendus sur les trois prochaines années.
- ▶ La valeur actuelle des économies d'impôt qui en résultent est de CHF 0.4m à la date de valorisation. Ce montant est ajoutée à la valeur d'exploitation de l'entreprise pour obtenir la valeur totale de l'entreprise.

Economies fiscales sur amortissements

CHF 0.8m

- ▶ L'amortissement des actifs incorporels (marques, droits de propriété intellectuelle) accumulés après la période du plan FY18-FY20 et non inclus dans le calcul de la valeur résiduelle se traduit par des économies fiscales d'une valeur actuelle de CHF 0.8m, qui s'additionne à la valeur de l'entreprise.

Achat de 20% de Bresc en FY21

CHF 3.5m

- ▶ En FY21, Hügli prévoit d'exercer l'option d'achat des 20% restants de Bresc. La direction prévoit un prix d'achat de CHF 4.4m.
- ▶ La valeur actuelle du paiement du prix d'achat au point d'évaluation s'élève à CHF 3.5m et est déduite de la valeur d'exploitation de la société afin de calculer la valeur totale de l'entreprise.

Coût de renouvellement de swaps

CHF 2.6m

- ▶ Hügli utilise des swaps de taux d'intérêt pour se prémunir contre de futures hausses de taux d'intérêt. Le coût de renouvellement de CHF 2.6m à fin FY17, dû à la baisse des taux du marché des capitaux, est déduit de la valeur d'exploitation de la société.

Actifs hors exploitation

CHF 1.0

- ▶ Selon la direction, Hügli a droit à un remboursement de dommages à la marchandise s'élevant à environ CHF 1.0m (CHF 1.1m avec une probabilité de 85%) au moment de la valorisation. Les dommages à la marchandise ont été causés par les défauts de qualité des matières premières achetées auprès d'un fournisseur.
- ▶ Le montant de CHF 1.0m est ajouté en tant qu'actif non opérationnel à la valeur d'exploitation de la société. Selon la direction, il n'y a pas d'autres actifs ou passifs non liés à l'exploitation à la date de la valorisation.

Total CHF 4.0m

Dette financière

CHF 83.6m

- ▶ À la date de la valorisation, Hügli a des passifs financiers d'un montant de CHF 83.6m (fin FY17) liés aux passifs financiers courants et non courants ainsi qu'aux engagements sociaux. Ce montant est soustrait de la valeur totale de l'entreprise pour obtenir la valeur nette de Hügli. Selon la direction, l'ensemble de la trésorerie et des équivalents de trésorerie est nécessaire au bon déroulement de l'activité opérationnelle.



3 Considération de valorisation

Analyse des cash-flows actualisés

CMPC I Calcul des coûts du capital

Dashboard

1 Introduction

2 Profil

3 Considération de ...

4 Conclusion générale

5 Annexe

1 Rendement nominal attendu pour les investissements sans risque basé sur une moyenne historique de 5 ans du rendement d'obligations d'Etats avec des échéances de 10 ans dans les pays correspondants (pondéré par les revenus en CH, EU, UK).

3 Le bêta reflète le risque systématique d'une action et peut être observé sur les marchés des capitaux. Un unlevering selon la structure observée du capital produit le bêta de l'actif. Un unlevering ajuste les effets des différentes structures du capital. Le bêta de l'actif ajusté (ajustement selon Blume) a été obtenu à partir de la valeur médiane du groupe comparable.

5 Des études empiriques indiquent que les plus petites entreprises réalisent des rendements plus élevés que les entreprises plus grandes qui ne peuvent pas être expliqués par le MEDAF et s'accompagnent de risques plus élevés, pour lesquels le marché demande une compensation. La prime de taille correspond au micro cap de 2017 selon le Valuation Handbook Duff & Phelps.

Hügli CMPC

CMPC	Référence	Pondéré	CHF	EUR	GBP
Taux d'intérêt de base / sans risque	1	0.88%	0.22%	0.90%	1.83%
Prime de risque du marché	2	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Bêta ajusté unlevered	3	0.517x	0.517x	0.517x	0.517x
Bêta ajusté relevered	4	0.700x	0.700x	0.700x	0.700x
Prime de taille	5	3.67%	3.67%	3.67%	3.67%
Coûts des fonds propres		8.75%	8.09%	8.77%	9.70%
Taux d'intérêt de base / sans risque		0.88%	0.22%	0.90%	1.83%
Écart de crédit	6	1.04%	1.04%	1.04%	1.04%
Coût de la dette		1.92%	1.26%	1.94%	2.87%
Proportion des fonds propres	7	73.88%	73.88%	73.88%	73.88%
Proportion de la dette		26.12%	26.12%	26.12%	26.12%
Taux d'imposition	8	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
CMPC (pondéré)		6.85%	6.23%	6.87%	7.75%
Pondération par devise			14.00%	78.00%	8.00%

Remarque sur le tableau:

1. Dans la pratique d'évaluation, il existe plusieurs façons de calculer le coût du capital d'une entreprise. Le concept CMPC est une méthode reconnue et utilisée pour l'évaluation des sociétés utilisant la méthode CFA (approche par entité). Le CMPC décrit l'exigence de rendement pondérée des investisseurs tiers et des investisseurs en actions. Les coûts des capitaux propres sont calculés selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF ou CAPM).
2. Le groupe de comparaison utilisé pour obtenir le bêta et la structure du capital est présenté en annexe.

Source: Capital IQ, EY

Date d'évaluation: 12 janvier 2018

2 La prime de risque du marché (PRM) estime la différence entre le rendement sur le marché boursier et le taux sans risque. La PRM moyenne de 6% est basée sur des études de marché.

4 Le bêta des fonds propres est obtenu par un relevering du bêta de l'actif selon la structure du capital cible de chaque segment. Le relevering est effectué selon la méthode Practitioner.

6 L'écart de crédit est conforme aux Barclays Europe Aggregate Index - BBB.

7 La ratio d'endettement couvre la proportion médiane de la dette (fonds propres) du groupe comparable. Il sert à obtenir la pondération du coût de la dette (fonds propres) dans le calcul du CMPC.

8 Le taux d'imposition est déterminé par la direction. Le taux d'imposition est appliqué pour calculer l'économie fiscale due aux financements externes.



3 Considération de valorisation

Analyse des cash-flows actualisés

Valorisation et analyse de sensibilité

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de ...
4 Conclusion générale
5 Annexe

Valorisation de Hügli

Devise: CHF 000	
Valeur période de planification actualisée	64,551
Valeur terminale actualisée	409,281
Valeur opérationnelle de l'entreprise	473,832
Actifs nets hors exploitation	(3,956)
Valeur de l'entreprise	469,876
Dette nette	(83,600)
Valeur des fonds propres	386,276
Valeur par action au porteur	799
Valeur par action nominale	399

Source: Direction, EY

Sensitivité : CMPC / VT marge EBITDA

Changement VT marge EBITDA en %	Changement CMPC en %							
		6.5	6.6	6.7	6.8	6.9	7.0	7.1
	11.7	819	802	785	769	754	739	724
	11.8	829	812	795	779	763	748	734
	11.9	840	822	805	789	773	758	743
	12.0	850	832	815	799	783	767	752
	12.1	861	843	825	809	792	777	761
	12.2	871	853	835	818	802	786	771
	12.3	881	863	845	828	812	796	780

Source: Direction, EY

Résultat de la méthode CFA pour les actions au porteur Hügli

CHF 799

- A l'aide des hypothèses sous-jacentes décrites dans ce rapport, des informations de la direction, ainsi que nos propres analyses et en utilisant la méthode CFA, nous avons déterminé une valeur (valeur des fonds propres) de CHF 386.3m au 12 janvier 2018 pour Hügli. Considérant le nombre d'actions en circulation et les valeurs nominales, nous avons obtenu un résultat de CHF 799 par action au porteur.

Analyse de sensibilité

CHF 773 – CHF 825

- Pour un étaiement plus large de nos résultats de la méthode CFA, nous avons réalisé une analyse de sensibilité en relation avec la valeur par action. L'analyse présente la sensibilité de la valeur de l'action par rapport au changement d'hypothèses fondamentales de l'évaluation.
- Un changement de +/-0.1% du CMPC ainsi qu'un changement de la marge d'EBITDA durable dans la Valeur Terminale (ceteris paribus) résultent en une fourchette de valeurs allant de CHF 773 à CHF 825 pour la valeur d'une action au porteur Hügli. Le tableau ci-contre présente les résultats de l'analyse de sensibilité.

Conclusion

En appliquant la méthode CFA nous avons déterminé une estimation ponctuelle de CHF 799 et une fourchette de valeurs de CHF 773 à CHF 825 par action au porteur Hügli.



3 Considération de valorisation

Analyse de multiples

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de ...
4 Conclusion générale
5 Annexe

Multiples de marché

Devise: CHF 000	
Référence (FY17)	42,900
Multiple (LTM)	11.0x
Valeur Multiple	471,911
Liquidités	10,400
Actifs hors exploitation	(3,956)
Valeur de l'entreprise	478,356
Dette	(83,600)
Valeur des fonds propres	394,756
Valeur par action au porteur	816
Valeur par action nominale	408

Source: Direction, EY

Conclusion

À l'aide de l'approche des multiples, nous avons déterminé une valeur par action au porteur de CHF 816 pour Hügli. Comme le multiple sous-jacent ne dispose pas d'une base comparable suffisante, le résultat n'est que peu pertinent pour un contrôle de plausibilité de la valeur CFA.

Valeur par action au porteur Hügli sur la base des multiples de marché

CHF 816

- Nous avons déterminé les multiples à l'aide du groupe comparable qui a déjà été utilisé pour la détermination des coûts du capital. Pour plus d'informations veuillez consulter l'annexe.
- Notre analyse se base sur l'EBITDA comme grandeur de référence. L'utilisation de multiples EBITDA est une pratique répandue et respectée dans la valorisation.
- Pour calculer la valeur globale de l'entreprise, nous avons utilisé un multiple d'EBITDA courant (LTM) de 11.0x, sur la base du multiple médian des sociétés comparables, multiplié par l'EBITDA FY17 de Hügli.
- Après déduction des passifs financiers de CHF 83.6m la valeur des fonds propres de Hügli est de CHF 394.8m au 12 Janvier 2018. Sur la base du nombre d'actions et leur valeur nominale, on obtient une valeur de CHF 816 par action au porteur Hügli.
- A notre avis, la pertinence de la valeur de l'action obtenue est cependant limitée pour ce qui est du contrôle de plausibilité de la valeur du CFA à notre avis. En raison du nombre limité d'entreprises directement comparables, le multiple se base sur l'industrie alimentaire sur une base plus large. Le groupe de comparaison ne comprend que quelques entreprises qui sont actives dans le segment spécifique des produits alimentaires déshydratés et donc directement comparables avec Hügli. En effet, les concurrents directs de Hügli tels que Maggi (Nestlé) et Knorr (Unilever) sont des sociétés mondiales ou non cotées.

Analyse des multiples de transaction

- Alors que nous sommes parvenus à calculer une valeur approximative pour les actions Hügli sur la base des multiples boursiers, l'analyse des multiples de transactions n'aboutit pas à des résultats plausibles.
- La plupart des transactions analysées concernent des transactions impliquant des entreprises actives dans plusieurs secteurs de l'industrie alimentaire. Ceci limite considérablement leur comparabilité directe avec Hügli.
- En l'absence d'un nombre suffisant de transactions dans le segment spécifique des aliments déshydratés au cours des cinq dernières années, nous avons étendu l'analyse aux dix dernières années, limitant davantage la comparabilité et la validité des multiples de transaction obtenus.

4

Conclusion générale

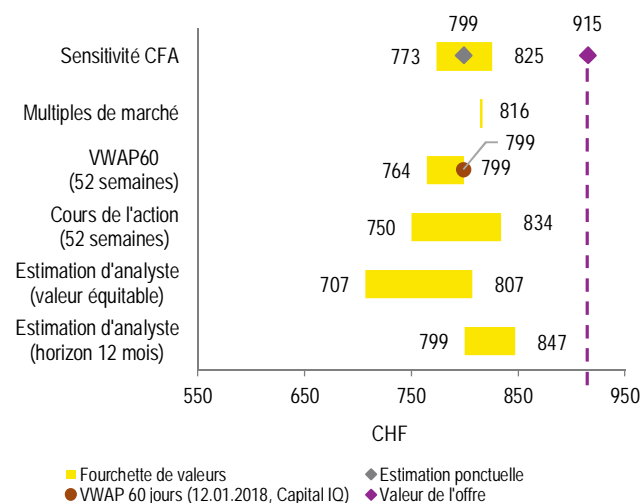
Dans cette section	Page
Attestation d'équité	29

4 Conclusion générale

Attestation d'équité

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

Résultats de l'évaluation | Actions au porteur Hügli Conclusion générale



Source: EY

Conclusion

Nous avons établi une fourchette de valeurs de CHF 773 à CHF 825 pour une action au porteur Hügli.

D'un point de vue financier, l'offre publique d'achat à hauteur de CHF 915 peut être considérée comme équitable.

Le graphique ci-contre présente les résultats de nos analyses pour une action au porteur.

En appliquant la méthode CFA comme méthode d'évaluation principale, nous parvenons à une estimation ponctuelle de CHF 799 et une fourchette de valeurs de CHF 773 à CHF 825 par action au porteur Hügli. La méthode CFA est basée sur l'hypothèse de la continuité de l'exploitation et permet de considérer des facteurs spécifiques à l'entreprise, car les données financières sont modélisées en détail. La fourchette de valeurs CFA se situe dans la fourchette des estimations des analystes.

Le graphique ci-contre présente, en plus de nos résultats d'évaluation, un cours moyen pondéré selon le volume (VWAP60), qui est égal à CHF 799 d'après Capital IQ au 12 janvier 2018. À cause du manque de liquidité de ce titre, la pertinence de cette valeur pour établir la valeur de marché des actions au porteur Hügli est limitée.

L'application de l'approche de multiples donne une valeur d'une action au porteur Hügli de CHF 816. L'approche de multiples est fondée sur l'EBITDA FY17 et le multiple d'EBITDA LTM. Comme expliqué dans ce rapport, les résultats de l'approche des multiples sont d'une pertinence limitée et ne sont donc pas idéalement adaptés pour servir de contrôle de plausibilité.

Basée sur les méthodes d'évaluation appliquées et les réflexions préalables nous nous appuyons sur le résultat de la méthode CFA comme facteur de détermination de valeur et parvenons ainsi à une fourchette de valeurs de CHF 773 à CHF 825 par action au porteur Hügli.

L'offre de CHF 915 par action au porteur équivaut à une prime de 14.4% sur le VWAP(60) de CHF 800 d'après la SIX et à une prime de 13.8% sur le cours de clôture actuel de CHF 804 du 12 janvier 2018.

D'un point de vue financier, le prix de l'offre public d'achat, qui s'élève à CHF 915, est considéré comme équitable.

L'attestation d'équité a été réalisée le 22 février 2018.

Ernst & Young AG

Louis Siegrist
Partner

Matthias Oppermann, CFA
Senior Manager

5

Annexe

Dans cette section	Page
Annexe A : Définitions et abréviations	31
Annexe B: Bilan de Hügli Holding AG	33
Annexe C: Compte de résultat de Hügli Holding AG	34
Annexe D: Beta et structure du capital	35
Annexe E: Multiples de marché	36
Annexe F: Benchmarking	37
Annexe G: Brève description des entreprises comparables	41



5 Annexe

Annexe A : Définitions et abréviations

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

AG	Société anonyme (allemand. Aktiengesellschaft)
Adj.	Ajusté
Bell Food	Bell Food Group AG
BMI	Business Monitor International
CAGR	Croissance annuelle (anglais. compound annual growth rate)
Capex	Dépenses en capital (anglais. capital expenditures)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFA	Cash-flow actualisé (anglais. discounted cash-flow)
CHF	Franc Suisse
CHF m	Millions de Francs Suisse
CMPC	Coût moyen pondéré du capital (anglais. weighted average cost of capital)
EBIT	Bénéfice avant intérêts et impôts (anglais. earnings before interest and taxes)
EBITDA	Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (anglais. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
EUR	Euro
EY	Ernst & Young SA, Suisse
FDT	Flux de trésorerie (anglais. free cash-flow)
FYXXA / FYXXB / FYXXF	Exercice commercial 20XX réalisé / budgété / projeté
FYXXN	Exercice commercial 20XX normalisé
FRN	Fonds de roulement net (anglais. net working capital)
FTE	Employés à plein temps (anglais. full time equivalent)
GBP	Livre britannique
Hügli	Hügli Holding AG
Kg	Kilogramme



5 Annexe

Annexe A : Définitions et abréviations

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

KPI	Key Performance Indicator
LTM	Douze derniers mois (angl. Last twelve months)
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers (angl. CAPM)
Mrd.	Milliard
n/a	Pas applicable (angl. non applicable)
NOPAT	Bénéfice net avant intérêts après impôts (angl. Net operating profit after taxes)
OPA	Commission des offres publiques d'achat (allem. Übernahmekommission)
SIX	Bourse suisse SIX Swiss Exchange
Swiss GAAP FER	Normes comptables suisses
VT	Valeur terminale
VWAP	Cours moyen pondéré par le volume (angl. Volume-weighted average price)



5 Annexe

Annexe B: Bilan de Hügli Holding AG

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

Bilan de Hügli Holding AG (FY13-FY16)

Devise: CHF 000	FY13	FY14	FY15	FY16
Liquidités	10,878	13,067	12,012	12,754
Créances résultant de la vente de biens et de prestations de services	51,546	53,788	50,311	49,019
Autres créances	4,852	3,789	5,260	4,090
Compte de régularisation	2,721	2,017	1,878	2,301
Stock	54,968	60,501	62,991	63,755
Actif circulant	124,965	133,162	132,452	131,919
Terrains et constructions	67,026	64,379	63,683	64,920
Installations et agencements	44,154	45,444	43,922	43,737
Autres immobilisations corporelles	7,291	9,714	9,355	6,231
Immobilisations en cours de construction	-	-	15,995	33,772
Immobilisations incorporelles	11,642	11,235	13,431	11,456
Immobilisations financières	23	21	20	47
Créances fiscales latentes	1,012	560	1,426	1,058
Actif immobilisé	131,148	131,353	147,832	161,221
TOTAL ACTIFS	256,113	264,515	280,284	293,140
Dettes financières à court terme	38,166	42,509	36,108	45,478
Dettes résultant d'achats et de prestations	19,766	19,964	21,026	21,377
Autres dettes à court terme	946	773	1,391	1,051
Compte de régularisation	13,671	14,644	16,343	17,279
Dettes à court terme	72,549	77,890	74,868	85,185
Dettes financières de long terme	38,140	27,000	42,870	42,721
Dettes fiscales latentes	6,773	7,984	7,580	6,267
Provisions de retraite	1,789	1,486	1,384	1,486
Dettes à long terme	46,702	36,470	51,834	50,474
Fonds étrangers	119,251	114,360	126,702	135,659
Capital social	485	485	485	485
Réserves de capital	19,767	19,893	19,891	19,971
Actions auto-détenues	(2,573)	(2,061)	(1,448)	(799)
Bénéfices non répartis	119,183	131,838	134,654	137,298
Intérêts minoritaires	-	-	-	526
Fonds propres	136,862	150,155	153,582	157,481
TOTAL PASSIFS	256,113	264,515	280,284	293,140

**5 Annexe****Annexe C: Compte de résultat de Hügli Holding AG**

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

Compte de résultat de Hügli Holding AG (FY13-FY16)

Devise: CHF 000	FY13	FY14	FY15	FY16
Chiffre d'affaires résultant des ventes et des prestations brut	367,308	376,990	378,346	385,158
Déductions des ventes	(7,167)	(7,079)	(7,751)	(7,366)
Chiffre d'affaire résultant des ventes et des prestations net	360,141	369,911	370,595	377,792
Autres produits d'exploitation	-	-	-	1,237
Variation du stock	(3,461)	5,291	(858)	1,696
Produit d'exploitation	356,680	375,202	369,737	380,725
Charges de matières et marchandises	(166,154)	(177,020)	(176,186)	(177,925)
Charges de personnel	(86,834)	(89,447)	(87,571)	(92,129)
Autres charges d'exploitation	(60,845)	(62,840)	(61,988)	(67,835)
EBITDA	42,847	45,895	43,992	42,836
Dépréciations	(11,460)	(11,349)	(11,191)	(11,742)
Amortissements	(2,061)	(2,230)	(2,233)	(2,487)
Résultat d'exploitation (EBIT)	29,326	32,316	30,568	28,607
Résultat extraordinaire	-	-	-	-
Charges financières	(1,470)	(1,056)	(946)	(945)
Produits financiers	65	26	12	28
Autres charges/produits financiers	(93)	53	(223)	(485)
Bénéfices avant impôts (EBT)	27,828	31,339	29,411	27,205
Impôts directs	(7,008)	(7,915)	(6,068)	(4,942)
Bénéfices de l'exercice	20,820	23,424	23,343	22,263
Aux actionnaires de Hügli Holding AG	-	-	-	22,052
Aux actionnaires minoritaires	-	-	-	210

Source: Direction



5 Annexe

Annexe D: Beta et structure du capital

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

Beta et structure du capital

Entreprise	Ticker	Pays	Devise	Date pub.	Capitalisation boursière	Intérêts minoritaires	Dette	Dette totale / capital total	Beta ajusté	Beta unlevered
Fleury Michon SA	ENXTPA:FLE	France	EUR	06/2017	201	0	180	47.18%	0.693	0.366
Bell Food Group AG	SWX:BELL	Suisse	CHF	06/2017	1,757	100	731	28.24%	0.488	0.350
ORIOR AG	SWX:ORON	Suisse	CHF	06/2017	459	-	160	25.84%	0.391	0.290
Cranswick plc	LSE:CWK	Royaume-Uni	GBP	09/2017	1,643	-	23	1.39%	0.487	0.480
Hochdorf Holding AG	SWX:HOCN	Suisse	CHF	06/2017	420	20	91	17.08%	0.624	0.517
HKScan Oyj	HLSE:HKS AV	Finlande	EUR	09/2017	169	13	229	55.71%	1.167	0.517
Atria Oyj	HLSE:ATRAV	Finlande	EUR	09/2017	349	14	245	40.28%	0.934	0.558
Ter Beke NV	ENXTBR:TERB	Belgique	EUR	06/2017	299	-	72	19.31%	0.594	0.479
Bonduelle SA	ENXTPA:BON	France	EUR	06/2017	1,415	8	699	32.94%	0.911	0.611
Greencore Group plc	LSE:GNC	Irlande	GBP	09/2017	1,538	5	553	26.39%	0.875	0.644
ARYZTA AG	SWX:ARYN	Suisse	EUR	07/2017	2,763	-	2,271	45.12%	1.106	0.607
La Doria SpA	BIT:LD	Italie	EUR	09/2017	503	0	151	23.10%	1.230	0.946
Emmi AG	SWX:EMMN	Suisse	CHF	06/2017	3,731	52	604	13.76%	0.825	0.711
Hügli Holding AG	SWX:HUE	Suisse	CHF	06/2017	389	1	83	17.58%	0.492	0.406
Minimum								1.39%	0.391	0.290
Maximum								55.71%	1.230	0.946
Moyenne								28.14%	0.773	0.534
Médiane								26.12%	0.759	0.517

Source: Capital IQ, EY
Valeurs en millions en devise locale



5 Annexe

Annexe E: Multiples de marché

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

Multiples de marché

Entreprise	Tickers	Pays	Devise	Valeur d'entreprise (VE)	EBITDA LTM	VE / EBITDA LTM
Fleury Michon SA	ENXTPA:FLE	France	EUR	250	40	6.2x
Bell Food Group AG	SWX:BELL	Suisse	CHF	2,295	281	8.2x
ORIOR AG	SWX:ORON	Suisse	CHF	578	55	10.5x
Cranswick plc	LSE:CWK	Royaume-Uni	GBP	1,660	115	14.5x
Hochdorf Holding AG	SWX:HOCN	Suisse	CHF	492	36	13.7x
HKScan Oyj	HLSE:HKSAV	Finlande	EUR	376	52	7.2x
Atria Oyj	HLSE:ATRAV	Finlande	EUR	604	84	7.2x
Ter Beke NV	ENXTBR:TERB	Belgique	EUR	357	27	13.1x
Bonduelle SA	ENXTPA:BON	France	EUR	2,112	179	11.8x
Greencore Group plc	LSE:GNC	Irlande	GBP	2,077	181	11.5x
ARYZTA AG	SWX:ARYN	Suisse	EUR	4,439	404	11.0x
La Doria SpA	BIT:LD	Italie	EUR	572	53	10.9x
Emmi AG	SWX:EMMN	Suisse	CHF	4,121	323	12.8x
Minimum						6.2x
Maximum						14.5x
Moyenne						10.6x
Médiane						11.0x

Source: Capital IQ, EY
Valeur en millions en devise locale



5 Annexe

Annexe F: Benchmarking

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

Croissance du chiffre d'affaires

Entreprise	Ticker	Devise	Pays	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Fleury Michon SA	ENXTPA:FLE	EUR	France	1.3%	7.1%	-2.6%	-3.7%	2.0%	3.0%	n/a	n/a
Bell Food Group AG	SWX:BELL	CHF	Suisse	-0.8%	10.5%	20.3%	5.3%	1.0%	1.0%	n/a	n/a
ORIOR AG	SWX:ORON	CHF	Suisse	0.3%	-4.1%	5.5%	10.4%	0.5%	0.7%	1.2%	1.0%
Cranswick plc	LSE:CWK	GBP	Royaume-Uni	0.8%	1.3%	22.5%	15.8%	4.6%	4.5%	1.6%	3.8%
Hochdorf Holding AG	SWX:HOCN	CHF	Suisse	12.1%	29.4%	-0.4%	17.7%	8.4%	7.2%	7.0%	5.7%
Atria Oyj	HLSE:ATRAV	EUR	Finlande	1.1%	-6.0%	0.9%	5.7%	2.4%	2.1%	3.5%	2.0%
HKScan Oyj	HLSE:HKS AV	EUR	Finlande	-5.9%	-3.6%	-2.3%	-3.7%	2.7%	2.3%	1.5%	2.0%
Ter Beke NV	ENXTBR:TERB	EUR	Belgique	-1.8%	-0.9%	5.6%	12.3%	11.1%	n/a	n/a	n/a
Bonduelle SA	ENXTPA:BON	EUR	France	3.2%	-0.7%	16.3%	25.5%	3.9%	4.7%	n/a	n/a
Greencore Group plc	LSE:GNC	GBP	Irlande	5.2%	10.6%	56.5%	12.2%	4.2%	5.3%	n/a	n/a
ARYZTA AG	SWX:ARYN	EUR	Suisse	12.6%	1.5%	-2.1%	-4.0%	1.6%	2.5%	2.3%	2.9%
La Doria SpA	BIT:LD	EUR	Italie	4.1%	18.1%	-13.0%	0.7%	4.5%	2.9%	n/a	n/a
Emmi AG	SWX:EMMN	CHF	Suisse	3.2%	-5.6%	1.4%	1.6%	2.5%	1.7%	1.9%	1.9%
Minimum				-5.9%	-6.0%	-13.0%	-4.0%	0.5%	0.7%	1.2%	1.0%
Maximum				12.6%	29.4%	56.5%	25.7%	11.1%	7.7%	7.0%	5.7%
Moyenne				2.7%	4.4%	8.4%	7.4%	3.8%	3.2%	2.7%	2.8%
Médiane				1.3%	1.3%	1.4%	5.7%	2.7%	2.7%	1.9%	2.0%
Hügli Holding AG*	SWX:HUE	CHF	Suisse	2.7%	0.2%	1.9%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	2.0%

Source: Capital IQ, EY

*Les valeurs pour Hügli Holding AG en FY17-FY21 correspondent à des estimations de Capital IQ.



5 Annexe

Annexe F: Benchmarking

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

Marge d'EBITDA

Entreprise	Ticker	Devise	Pays	FY13	FY14	FY15	FY16	LTM	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Fleury Michon SA	ENXTPA:FLE	EUR	France	8.6%	7.9%	7.7%	7.4%	5.5%	5.9%	6.8%	8.1%	n/a	n/a
Bell Food Group AG	SWX:BELL	CHF	Suisse	7.3%	7.7%	8.3%	8.1%	8.1%	8.3%	8.4%	8.5%	n/a	n/a
ORIOR AG	SWX:ORON	CHF	Suisse	8.7%	8.5%	9.5%	9.5%	9.7%	9.9%	10.0%	10.1%	n/a	n/a
Cranswick plc	LSE:CWK	GBP	Royaume-Uni	7.2%	7.7%	8.4%	8.4%	8.3%	8.4%	8.5%	8.6%	8.9%	n/a
Hochdorf Holding AG	SWX:HOCN	CHF	Suisse	4.6%	6.4%	5.5%	6.1%	6.3%	8.1%	9.4%	10.8%	15.0%	15.4%
Atria Oyj	HLSE:ATRAV	EUR	Finlande	6.0%	6.1%	6.1%	5.8%	5.9%	6.3%	6.6%	6.7%	6.6%	6.6%
HKScan Oyj	HLSE:HKS AV	EUR	Finlande	2.1%	2.5%	3.7%	3.5%	2.9%	2.3%	4.2%	4.3%	4.6%	4.6%
Ter Beke NV	ENXTBR:TERB	EUR	Belgique	6.8%	7.5%	8.3%	7.9%	6.3%	9.7%	10.3%	n/a	n/a	n/a
Bonduelle SA	ENXTPA:BON	EUR	France	9.2%	9.7%	9.5%	7.8%	7.8%	8.1%	8.4%	8.6%	n/a	n/a
Greencore Group plc	LSE:GNC	GBP	Irlande	7.7%	8.5%	8.8%	7.8%	7.8%	8.7%	8.9%	9.1%	n/a	n/a
ARYZTA AG	SWX:ARYN	EUR	Suisse	12.1%	16.4%	15.4%	10.6%	10.6%	11.0%	11.8%	12.5%	11.6%	n/a
La Doria SpA	BIT:LD	EUR	Italie	6.6%	9.0%	9.7%	8.4%	7.8%	7.7%	8.7%	9.2%	n/a	n/a
Emmi AG	SWX:EMMN	CHF	Suisse	8.2%	8.5%	9.6%	9.8%	9.9%	10.1%	10.3%	10.5%	10.8%	11.3%
Minimum				2.1%	2.5%	3.7%	3.5%	2.9%	2.3%	4.2%	4.3%	4.6%	4.6%
Maximum				12.1%	16.4%	15.4%	10.6%	10.6%	11.0%	11.8%	12.5%	15.0%	15.4%
Moyenne				7.3%	8.2%	8.5%	7.8%	7.5%	8.0%	8.6%	8.9%	9.6%	9.5%
Médiane				7.3%	7.9%	8.4%	7.9%	7.8%	8.3%	8.7%	8.9%	9.9%	8.9%
Hügli Holding AG*	SWX:HUE	CHF	Suisse	11.6%	12.2%	11.5%	11.1%	10.5%	11.1%	11.6%	11.8%	n/a	n/a

Source: Capital IQ, EY

*Les valeurs pour Hügli Holding AG en FY17-FY21 correspondent à des estimations de Capital IQ



5 Annexe

Annexe F: Benchmarking

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

CAPEX en % du chiffre d'affaires

Entreprise	Ticker	Devise	Pays	FY13	FY14	FY15	FY16	LTM	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Fleury Michon SA	ENXTPA:FLE	EUR	France	3.9%	3.6%	4.6%	3.3%	2.9%	3.4%	3.6%	4.0%	n/a	n/a
Bell Food Group AG	SWX:BELL	CHF	Suisse	3.2%	3.5%	4.0%	3.6%	3.4%	3.3%	6.1%	7.8%	n/a	n/a
ORIOR AG	SWX:ORON	CHF	Suisse	3.4%	2.5%	1.9%	2.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%
Cranswick plc	LSE:CWK	GBP	Royaume-Uni	2.8%	2.1%	3.4%	3.8%	3.8%	4.9%	4.3%	3.1%	2.5%	2.2%
Hochdorf Holding AG	SWX:HOCN	CHF	Suisse	1.1%	4.0%	4.1%	7.8%	10.8%	9.6%	4.3%	3.0%	3.0%	2.9%
Atria Oyj	HLSE:ATRAV	EUR	Finlande	2.7%	2.4%	3.7%	3.2%	3.5%	4.2%	4.1%	3.3%	3.5%	3.5%
HKScan Oyj	HLSE:HKS AV	EUR	Finlande	2.3%	3.4%	2.7%	3.0%	4.2%	3.9%	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%
Ter Beke NV	ENXTBR:TERB	EUR	Belgique	2.7%	3.3%	4.5%	3.5%	3.0%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Bonduelle SA	ENXTPA:BON	EUR	France	4.2%	3.7%	3.8%	2.8%	2.8%	3.7%	3.7%	3.7%	n/a	n/a
Greencore Group plc	LSE:GNC	GBP	Irlande	3.7%	5.9%	5.9%	4.5%	4.5%	3.5%	3.2%	3.1%	n/a	n/a
ARYZTA AG	SWX:ARYN	EUR	Suisse	6.9%	9.2%	4.7%	2.4%	2.4%	2.8%	3.0%	3.2%	3.5%	3.9%
La Doria SpA	BIT:LD	EUR	Italie	1.5%	2.7%	1.1%	1.9%	n/a	1.6%	1.8%	1.8%	n/a	n/a
Emmi AG	SWX:EMMN	CHF	Suisse	3.5%	3.1%	2.1%	2.8%	3.1%	3.3%	3.3%	3.4%	3.3%	3.4%
Minimum				1.1%	2.1%	1.1%	1.9%	2.4%	1.6%	1.8%	1.8%	2.4%	2.2%
Maximum				6.9%	9.2%	5.9%	7.8%	10.8%	9.6%	6.1%	7.8%	3.5%	3.9%
Moyenne				3.2%	3.8%	3.6%	3.4%	3.9%	3.9%	3.6%	3.5%	3.0%	3.0%
Médiane				3.2%	3.4%	3.8%	3.2%	3.2%	3.5%	3.4%	3.2%	3.0%	2.9%
Hügli Holding AG*	SWX:HUE	CHF	Suisse	3.1%	3.9%	8.7%	7.7%	4.9%	4.4%	3.5%	3.4%	3.6%	3.7%

Source: Capital IQ, EY

*Les valeurs pour Hügli Holding AG en FY17-FY21 correspondent à des estimations de Capital IQ.



5 Annexe

Annexe F: Benchmarking

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

BFR en % du chiffre d'affaires

Entreprise	Ticker	Devise	Pays	FY13	FY14	FY15	FY16	LTM
Fleury Michon SA	ENXTPA:FLE	EUR	France	1.2%	0.3%	1.1%	2.9%	3.0%
Bell Food Group AG	SWX:BELL	CHF	Suisse	10.8%	12.9%	12.9%	11.4%	10.7%
ORIOR AG	SWX:ORON	CHF	Suisse	9.1%	11.2%	11.2%	12.2%	10.5%
Cranswick plc	LSE:CWK	GBP	Royaume-Uni	4.4%	5.2%	4.4%	6.0%	6.7%
Hochdorf Holding AG	SWX:HOCN	CHF	Suisse	8.2%	8.8%	7.9%	1.8%	16.1%
Atria Oyj	HLSE:ATRAV	EUR	Finlande	4.9%	3.6%	-0.5%	0.1%	2.2%
HKScan Oyj	HLSE:HKS AV	EUR	Finlande	1.8%	1.9%	1.5%	-1.1%	-2.0%
Ter Beke NV	ENXTBR:TERB	EUR	Belgique	3.8%	2.6%	3.2%	1.9%	3.3%
Bonduelle SA	ENXTPA:BON	EUR	France	17.9%	18.6%	18.0%	11.9%	11.9%
Greencore Group plc	LSE:GNC	GBP	Irlande	-13.4%	-11.7%	-11.6%	-6.1%	-6.1%
ARYZTA AG	SWX:ARYN	EUR	Suisse	-7.9%	-1.2%	-10.7%	-10.4%	-10.4%
La Doria SpA	BIT:LD	EUR	Italie	29.0%	29.5%	25.2%	27.3%	22.1%
Emmi AG	SWX:EMMN	CHF	Suisse	8.9%	9.7%	10.0%	11.0%	10.5%
Minimum				-13.4%	-11.7%	-11.6%	-10.4%	-10.4%
Maximum				29.0%	29.5%	25.2%	27.3%	22.1%
Moyenne				6.0%	7.0%	5.6%	5.3%	6.0%
Médiane				4.9%	5.2%	4.4%	2.9%	6.7%
Hügli Holding AG	SWX:HUE	CHF	Suisse	22.1%	22.9%	22.0%	21.0%	21.8%

Source: Capital IQ, EY



5 Annexe

Annexe G: Brève description des entreprises comparables

Dashboard
1 Introduction
2 Profil
3 Considération de valorisation
4 Conclusion générale
5 Annexe

Brève description des entreprises comparables

Ter Beke NV Ter Beke NV, together with its subsidiaries, develops, produces, and sells processed meat products and chilled ready meals to discount and retail customers in Europe.	Bonduelle SA Bonduelle SA, through its subsidiaries, produces and sells vegetables in Europe and internationally.	Fleury Michon SA Fleury Michon SA, an investment holding company, produces and sells food products in France and internationally.
Greencore Group plc Greencore Group plc produces and sells various food products primarily in the United Kingdom and the United States.	ARYZTA AG ARYZTA AG, together with its subsidiaries, produces and supplies food products worldwide.	Bell Food Group AG Bell Food Group AG operates as a meat processor in Europe.
ORIOR AG ORIOR AG, together with its subsidiaries, supplies refined meat and convenience food in Switzerland.	Cranswick plc Cranswick plc manufactures and supplies food products to grocery retailers, food service sector, and other food producers in the United Kingdom, Continental Europe, and internationally.	Atria Oyj Atria Oyj, together with its subsidiaries, manufactures and markets food products in Finland, the Nordic countries, Russia, and Estonia.
HKScan Oyj HKScan Oyj produces, markets, and sells pork, beef, poultry and lamb products, processed meats, and convenience foods to the retail, food service, industry, and export sectors.	La Doria SpA La Doria SpA, together with its subsidiaries, produces and markets food products in Italy, the United Kingdom, Japan, Australia, and in the Scandinavian countries.	Emmi AG Emmi AG develops, produces, and markets a range of dairy and fresh products primarily in Switzerland.
Hochdorf Holding AG HOCHDORF Holding AG, through its subsidiaries, produces and sells various food products in Switzerland and internationally.	Hügli Holding AG Hügli Holding AG develops, produces, and markets various food products.	

Source: Capital IQ, EY

EY | Assurance | Tax | Transactions | Advisory

About EY

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

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

Ernst & Young Ltd. is a client-serving member firm of Ernst & Young Global Limited operating in the US.

© 2018 Ernst & Young Ltd.
All Rights Reserved.