



Lombard Odier Darier Hentsch

Corporate Finance

Rapport à l'attention du conseil d'administration de Büro-Fürrier SA

relatif à l'

appréciation de l'équité financière de l'offre publique
d'acquisition de Holding Lyreco Internationale S.A.S.
portant sur toutes les actions au porteur de Büro-Fürrier
SA en mains du public

14 avril 2005

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie
Corporate Finance

Sihlstrasse 20 · 8021 Zurich | Case postale 1831 · 8032 Zurich | Suisse
Téléphone +41 (0)1 214 11 11 · Téléfax +41 (0)1 214 13 39 · www.lodh.com

Table des matières

Liste des abréviations	III
Liste des annexes	IV
1 Introduction.....	1
1.1 Situation initiale	1
1.2 Mission confiée par le conseil d'administration de Büro-Fürrier à LODH Corporate Finance.....	2
2 Bases d'appréciation.....	3
3 Présentation du Groupe Büro-Fürrier	5
3.1 Brève description.....	5
3.2 Aperçu du modèle d'affaires et de la stratégie d'entreprise.....	5
3.3 Aperçu du marché	7
3.4 Relations entre le Groupe Lyreco et le Groupe Büro-Fürrier	9
4 Analyse et évaluation	11
4.1 Méthodes d'évaluation	11
4.2 Analyse des prix et des volumes de l'action.....	11
4.3 Méthode du Discounted Cash-flow	12
4.4 Evaluation par le marché sur la base d'entreprises cotées comparables.	16
4.5 Evaluation par le marché sur la base de transactions d'entreprises comparables	16
5 Appréciation globale	18

Liste des abréviations

Action Büro-Fürer	Action au porteur de Büro-Fürer SA d'une valeur nominale de CHF 0.50
Beta	Risque relatif lié aux capitaux propres
Büro-Fürer	Büro-Fürer SA
CAPM	Capital asset pricing model
CHF	Francs suisses
DCF	Discounted Cash-flow
Groupe Büro-Fürer	Büro-Fürer SA, ses filiales et ses participations
Groupe d'actionnaires Fürer	Rudolf H. Fürer, Rudolf M. Fürer, Danielle Gloor-Fürer et Renée Quéloz-Fürer
Groupe Lyreco	Lyreco S.A., sa filiale Holding Lyreco Internationale S.A.S. ainsi que leurs filiales et participations directes et indirectes
Lyreco	Holding Lyreco Internationale S.A.S.
mia	Milliard(s)
mio	Million(s)
WACC	Weighted average cost of capital

Liste des annexes

Annexe 1: Evolution du cours de l'action Büro-Fürer

Annexe 2: Analyse des volumes de l'action Büro-Fürer

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

Annexe 4: Analyse des multiples d'entreprises cotées comparables

Annexe 5: Analyse des multiples de transactions d'entreprises comparables

1 Introduction

1.1 Situation initiale

En date du 10 mars 2005, le Groupe d'actionnaires Fürer et Lyreco ont conclu un contrat de vente d'actions. Selon ce contrat de vente d'actions, le Groupe d'actionnaires Fürer vend à Lyreco 400'000 actions nominatives non cotées de Büro-Fürer d'une valeur nominale de CHF 0.10 chacune ainsi que 15'618 actions au porteur cotées de Büro-Fürer d'une valeur nominale de CHF 0.50 chacune, ce qui correspond au total à environ 79.9% des droits de vote de Büro-Fürer. Par annonce préalable du 11 mars 2005, Lyreco a annoncé qu'elle présentera l'offre publique d'acquisition décrite dans le projet de prospectus d'offre du 13 avril 2005 à la condition que le contrat de vente d'actions soit exécuté conformément à ses dispositions. Les parties ont exécuté le contrat de vente d'actions en date du 13 avril 2005.

Les activités commerciales principales de Lyreco consistent en la vente et la distribution de produits de bureau à des clients commerciaux (business to business). Lyreco fait partie du Groupe Lyreco, détenu en mains privées. En 2004, le Groupe Lyreco a atteint un chiffre d'affaires consolidé de EUR 1'561 mio; il est actif dans 19 pays et emploie plus de 8'200 collaborateurs.

De par l'offre publique d'acquisition, Lyreco envisage d'acquérir toutes les actions Büro-Fürer en mains du public, à l'exception des actions détenues par Büro-Fürer elle-même (environ 2.5% de tous les droits de vote). Lyreco envisage par ailleurs de décoter les actions au porteur après l'exécution de l'offre publique d'acquisition et de gérer par la suite Büro-Fürer en tant que société privée faisant partie du groupe Lyreco.

Selon l'annonce préalable, le prix de l'offre publique d'acquisition s'élèvera à CHF 500 par action Büro-Fürer.

1.2 Mission confiée par le conseil d'administration de Büro-Fürerrer à LODH Corporate Finance

Le conseil d'administration de Büro-Fürerrer a chargé LODH Corporate Finance d'établir un rapport (Fairness Opinion) relatif à l'équité financière de l'offre publique d'acquisition de Lyreco à l'attention des actionnaires publics de Büro-Fürerrer. Ce rapport sert de base d'appréciation pour le conseil d'administration et pour le rapport de ce dernier. Il peut être mis à la disposition du public.

Le rapport ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'acquisition. Il ne contient pas non plus d'appréciation sur les conséquences qui peuvent découler d'une acceptation ou d'un refus de l'offre. Enfin, le rapport ne contient pas d'appréciation en relation avec la valeur future de l'action Büro-Fürerrer et le prix auquel les actions Büro-Fürerrer qui ne seront pas présentées à l'acceptation de l'offre pourront être négociées à l'avenir.

2 Bases d'appréciation

LODH Corporate Finance a notamment fondé son appréciation sur les éléments suivants:

- annonce préalable de l'offre publique d'acquisition de Lyreco portant sur toutes les actions Büro-Fürerrer en mains du public, publiée le 11 mars 2005;
- projet du prospectus de l'offre publique d'acquisition de Lyreco portant sur toutes les actions Büro-Fürerrer encore en mains du public, daté du 13 avril 2005;
- diverses informations publiques concernant le groupe Büro-Fürerrer, qui ont été jugées déterminantes pour l'analyse de LODH Corporate Finance, y compris les comptes annuels révisés 2001/2002, 2002/2003 et 2004, ainsi que les comptes semestriels non révisés 2001/2002, 2002/2003 et 2004, des communiqués de presse et des articles de presse;
- diverses informations (d'ordre opérationnel et financier) et documents internes au groupe Büro-Fürerrer, qui ont été jugés déterminants pour l'analyse de LODH Corporate Finance, y compris les plans stratégiques et les budgets et projections financières émanant du management du Groupe Büro-Fürerrer;
- analyse du marché des capitaux de Pictet & Cie: "Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2004)", mise à jour de janvier 2005 (cf. chiffre 4.3);
- analyses du marché des capitaux de Pratt, S.P./Reilly, R.F./Schweihs, R.P.: "Valuing small businesses & professional practices"; Koeplin, J./Sarin, A.C.: "The private company discount", in "Journal of Applied Corporate Finance", vol. 12, n° 4, hiver 2000 (cf. chiffres 4.3, 4.4 et 4.5);
- analyse historique du cours et des volumes de l'action Büro-Fürerrer;
- données choisies relevant du marché des capitaux et d'ordre financier, ainsi que des informations commerciales concernant une sélection d'entreprises cotées (cf. annexes 3 et 4);

- diverses informations d'ordre financier concernant une sélection de transactions choisies (cf. annexe 5).

LODH Corporate Finance a vérifié la plausibilité des informations opérationnelles et financières, y compris les plans stratégiques, les budgets financiers et les projections émanant du management de Büro-Fürrier, et les a discutés avec des représentants du management de Büro-Fürrier.

Dans le cadre de ses travaux, LODH Corporate Finance n'a pas visité les immeubles et installations du groupe Büro-Fürrier. Par ailleurs, LODH Corporate Finance n'a pas effectué ou fait effectuer d'estimations ou évaluations des actifs et passifs.

L'appréciation de LODH Corporate Finance est basée sur des conditions cadres relatives au marché, à la gestion d'entreprise et à la gestion financière; elle tient compte de l'état du marché des capitaux ainsi que d'autres conditions qui prévalaient au moment de l'appréciation, ou qui étaient attendues, et qui pouvaient être exploitées.

Lors de l'établissement du rapport, LODH Corporate Finance a tenu pour acquis le caractère exact et complet des informations financières et autres utilisées, sans pour autant assumer la responsabilité d'un contrôle indépendant de ces informations.

Par ailleurs, LODH Corporate Finance s'est basé sur les affirmations du management de Büro-Fürrier confirmant que celui-ci n'avait pas connaissance de faits ou de circonstances selon lesquels les informations utilisées étaient imprécises ou trompeuses.

3 Présentation du Groupe Büro-Fürrrer

3.1 Brève description

Le Groupe Büro-Fürrrer, dont le siège principal est à Zurich, est actif en Suisse dans la vente et la distribution de fournitures de bureau, de machines à café et de capsules de café, d'une part, ainsi que dans le conseil et la vente d'équipement de bureau, d'autre part. En 2004, le groupe Büro-Fürrrer a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de CHF 136.2 mio (la participation de 42.5% dans Ergodata SA est consolidée selon la méthode Equity). Depuis le 13 avril 2005, Lyreco est l'actionnaire principal de Büro-Fürrrer; elle détient, selon le projet de prospectus d'offre du 13 avril 2005, environ 82% des droits de vote de Büro-Fürrrer (après déduction des actions propres de Büro-Fürrrer); les droits de vote restants de 18% environ se trouvent en mains du public.

3.2 Aperçu du modèle d'affaires et de la stratégie d'entreprise

Le modèle d'affaires du Groupe Büro-Fürrrer est orienté sur des clients commerciaux et se compose de deux segments. Le segment *Office Supplies* comporte le commerce de fournitures de bureau (Office Direct / Office Contracting) et le commerce de café (Office Coffee) au moyen de machines à café et de capsules de café Nespresso. Le segment *Office Design* englobe le conseil, la vente et la distribution d'équipement de bureau.

Les stratégies des principales divisions du Groupe Büro-Fürrrer sont brièvement décrites ci-après:

Office Supplies

Office Direct est active dans le commerce par correspondance et on-line avec des clients commerciaux de taille moyenne. Dans ce secteur, environ 70% des commandes sont aujourd'hui déjà exécutées par internet au moyen de solutions e-commerce standardisées. L'élargissement de

la partie prestations de service, de par des programmes attractifs de fidélisation des clients et avant tout par un effort accru en faveur des clients de moyenne taille, doit permettre d'augmenter le chiffre d'affaires. Il est prévu de positionner à l'avenir Office Direct de façon encore plus marquée comme fournisseur "single source" afin de faire face aux défis futurs que sont le comportement plus sensible au prix des acheteurs, le combat d'éviction mené par les concurrents existants et l'entrée, qui a lieu en ce moment, de concurrents étrangers puissants dans le marché suisse. Ces défis laissent présager une redistribution des parts de marché ainsi qu'une pression supplémentaire sur les prix de vente.

Office Contracting se concentre sur les grandes entreprises, qui s'adressent au Groupe Büro-Fürrier avec des demandes claires de solutions individuelles et économiquement attractives, lesquelles sont très souvent complexes du point de vue de l'approvisionnement et de la gestion (E-Commerce). Un élargissement des prestations de service logistiques, par exemple au moyen d'articles spécifiques pour le client, poursuit le but de lier encore plus étroitement les clients existants au Groupe Büro-Fürrier et de gagner de nouveaux clients.

En marge du commerce direct avec les entreprises (business to business), le Groupe Büro-Fürrier dispose d'une papeterie (retail) à Zurich.

Office Coffee enfin est active dans la distribution de systèmes de café, de café et d'accessoires pour entreprises et exploitations (y compris l'hôtellerie et la gastronomie). Le Groupe Büro-Fürrier est le partenaire de distribution exclusif pour les produits professionnels Nespresso en Suisse alémanique. A l'heure actuelle, sont placées plus de 26'000 machines, produisant environ 170'000 cafés par jour. Il est prévu de développer la place actuelle sur le marché grâce à de nouveaux produits, à l'extension du service externe et à la mise en place de partenariats de vente de machines.

Office Design

Office Design se concentre sur les moyennes et grandes entreprises ainsi que sur les institutions publiques; elle est active comme fournisseur de systèmes de meubles de bureau et d'accessoires, ainsi que comme conseiller (conception, planification) de solutions sur mesure. Office Design fait fabriquer ses produits par des entreprises tierces, ceci afin de pouvoir se concentrer entièrement sur la planification, la vente et l'installation. Le Groupe Büro-Fürrrer participe par ailleurs avec deux partenaires (2 W Witzig Wasser Büromöbel AG et Büro Schoch AG) au Joint-Venture Ergodata SA (participation de 42.5%), lequel développe des produits communs. Pour l'approvisionnement de quelques grands clients, les trois sociétés partenaires constituent des communautés de travail, dont la majorité sont placées sous la direction du Groupe Büro-Fürrrer. Il est prévu de consolider la position sur le marché, qui a été atteinte grâce au modèle d'affaires existant ainsi que par la coopération avec Ergodata SA, par le biais d'un élargissement de l'offre en faveur de nouveaux groupes cibles. Des systèmes de bureau modulaires, des produits de haute qualité ("Swiss made") ainsi qu'un large savoir-faire dans le domaine du design sont appelés à assurer la croissance future.

3.3 Aperçu du marché

Fournitures de bureau

Le management du Groupe Büro-Fürrrer estime que le marché suisse du secteur Office Supplies pour les clients commerciaux s'élève à CHF 1 mia environ. 60% environ de ce montant se rapporte aux moyennes et grandes entreprises, soit le marché cible du Groupe Büro-Fürrrer.

En raison du recul du chiffre d'affaires de ces dernières années, dû à la récession, et de l'amélioration qui se fait attendre des conditions conjoncturelles actuelles, seules des impulsions restreintes de croissance sur le marché en général peuvent être attendues de la part des acheteurs. Du fait que le secteur des prestations de service ne permettra, à l'avenir, que la création ponctuelle de nouvelles places de travail,

la croissance doit en premier lieu intervenir par l'élimination de concurrents.

Avec une part de marché de 14%, le Groupe Büro-Fürrier est clairement le leader du marché dans le secteur des moyennes et grandes entreprises, le prochain concurrent n'atteignant qu'une part de marché de la moitié. Dans le secteur des petites entreprises, qui ne constitue pas le marché cible du Groupe Büro-Fürrier, ce sont les entreprises Office World, iba ainsi que Viking Direkt (Office Depot) qui sont en tête. Le reste du marché est fortement fragmenté et réparti entre une multitude de concurrents locaux.

Commerce du café

Selon les estimations du management du Groupe Büro-Fürrier, il existe, en Suisse, au total 280'000 entreprises qui sont des clients cibles potentiels dans le segment Office Coffee. Ceux-ci sont définis comme les entreprises qui ont plus de deux collaborateurs et une consommation régulière de café. A l'heure actuelle, 16'000 entreprises environ, représentant environ 6% des clients cibles, achètent les produits de la ligne Nespresso Professional.

Le potentiel du marché se trouve auprès des entreprises qui changent de système de café en raison d'une sensibilisation grandissante pour un espresso de qualité élevée. Ce fait relevant du marché doit permettre de maintenir la croissance existante dans le segment Office Coffee.

Le Groupe Büro-Fürrier est le leader incontestable dans son segment de marché, un seul concurrent direct existant à son côté.

Equipements de bureau

Le management du Groupe Büro-Fürrier estime que le marché suisse des équipements de bureau s'élève à CHF 450 mio environ.

Le marché se situe, selon les estimations du management, encore 50% environ en-dessous de la limite maximale de l'année 2001. Le marché reste sous l'influence d'un surplus massif d'offre, de surfaces importantes de bureaux libres ainsi que de places de travail inoccupées.

Le marché des équipements de bureau dépend fortement des cycles de l'économie. Selon l'appréciation du management, la limite inférieure a été atteinte et traversée en 2004. Une hausse de demande similaire à celle de la fin des années nonante jusqu'à l'éclatement de la bulle technologique n'est toutefois pas à attendre. La tendance à repousser des investissements, observée auprès des entreprises au cours des trois dernières années, devrait toutefois amener dès 2005 à une légère amélioration. Les bouclements généralement améliorés des entreprises devraient se répercuter positivement, à court et moyen terme, sur les investissements de remplacement.

Les leaders du marché dans le segment des installations de bureau sont Lista, USM, Interoffice ainsi que le groupe Ergodata SA (Büro-Fürrier, 2 W Witzig Waser Büromöbel SA et Büro Schoch SA). La part de marché de Büro-Fürrier s'élève à 6% environ et celle d'Ergodata SA à 12% environ.

3.4 Relations entre le Groupe Lyreco et le Groupe Büro-Fürrier

Depuis la reprise de Büro-Fürrier par Lyreco, les relations suivantes existent entre le Groupe Lyreco et le Groupe Büro-Fürrier:

Détention d'actions

Selon le projet de prospectus d'offre du 13 avril 2005, Lyreco détient, directement et indirectement, environ 82% des droits de vote de Büro-Fürrier (après déduction des actions propres de Büro-Fürrier).

Membres du conseil d'administration

Lors de l'assemblée générale du 12 avril 2005, les membres suivants ont été élus sur proposition de Lyreco:

- Eric Bigeard, président du conseil d'administration de Büro-Fürrier – Chief Executive Officer de Lyreco et actionnaire minoritaire de la société-mère de Lyreco;

- Marcel Quéloz, membre du conseil d'administration - Chief Executive Officer de Büro-Fürer;
- Dr. Rudolf Tschäni, membre du conseil d'administration Büro-Fürer – associé de l'étude d'avocats Lenz & Staehelin et conseiller de Ly-reco.

Les personnes qui étaient membres du conseil d'administration jusqu'à présent, à savoir Rudolf M. Fürer, Rudolf H. Fürer, Mario Fontana et Kurt E. Feller, ont démissionné avec effet pour cette assemblée générale.

4 Analyse et évaluation

4.1 Méthodes d'évaluation

Pour juger de l'équité financière de l'offre publique d'acquisition, LODH Corporate Finance a recouru aux méthodes d'évaluation suivantes:

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

4.2 Analyse des prix et des volumes de l'action

L'annexe 1 présente le développement de l'action Büro-Fürer pendant les trois années précédant l'annonce de la transaction intervenue le 10 mars 2005. Comme cela ressort du tableau, l'action Büro-Fürer a atteint un prix de CHF 500 pour la dernière fois en mars 2002.

Le prix offert de CHF 500 par action Büro-Fürer se situe environ 36% en-dessus du cours d'ouverture moyen de l'action Büro-Fürer à la SWX Swiss Exchange pendant les 30 jours de bourse précédant la publication de l'annonce préalable.

L'analyse figurant à *l'annexe 2* montre les volumes des actions Büro-Fürer négociées hebdomadairement avant l'annonce de la transaction. En moyenne, 164 actions Büro-Fürer ont été négociées par semaine; partant, la liquidité des actions doit être qualifiée d'extrêmement faible.

4.3 Méthode du Discounted Cash-flow

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

L'évaluation des cash-flows libres s'effectue à la lumière de la situation actuelle, en termes financier et de rendement, et aux attentes économiques et financières futures en relation avec le Groupe Büro-Fürrier. Le coût total pondéré du capital se compose des coûts futurs attendus pondérés des capitaux étrangers et d'un rendement équitable attendu des capitaux propres selon le modèle CAPM.

Le coût total pondéré du capital ainsi obtenu a été estimé à 8.2%, le coût des capitaux propres à 9.4% et le coût des capitaux étrangers à 3.2% (après impôts).

Ces évaluations des coûts des capitaux, respectivement des rendements exigés par les investisseurs, sont comparables à ceux que les analystes financiers utilisent dans leurs rapports financiers concernant des entreprises comparables.

Les éléments des coûts des capitaux calculés se présentent comme il suit:

Taux d'intérêts sans risque	2.7%
Le taux d'intérêts sans risque correspond au rendement actuel des obligations fédérales suisses avec échéance en 2033.	

Beta	1.1
Le Beta s'oriente sur le Beta moyen (median) d'entreprises cotées comparables. Les Betas des entreprises comparables selon l' <i>annexe 3</i> ont été calculés pour la période des deux dernières années.	

Prime de risque du marché	3.9%
La prime de risque du marché estimée correspond à la différence entre le rendement du marché suisse des actions et le rendement sans risques des obligations fédérales pendant les 80 dernières années. L'analyse publiée d'une banque tierce indépendante constitue la base des calculs ¹ .	

¹ cf. Pictet & Cie: "Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2004)", janvier 2005

Taux supplémentaire de rendement pour illiquidité des actions	35%
<p>L'évaluation des coûts totaux du capital se fonde sur les paramètres d'instruments financiers liquides (actions, emprunts).</p> <p>La liquidité d'une action se définit comme le fait de pouvoir réaliser des actions, en tout temps, avec des frais de transaction et administratifs minimes et avec une probabilité élevée par rapport au produit net. Diverses études américaines de tiers ayant examiné cet aspect arrivent à la conclusion que des actions illiquides présentent, comparées à des actions liquides, une réduction de prix se situant dans un spectre de 23% à 63%.²</p> <p>Cette réduction de prix, respectivement de valeur, est, implicitement, basée sur une augmentation (supplément) du rendement exigé par les investisseurs de capitaux propres, augmentation destinée à les dédommager pour l'illiquidité de telles actions. Ce supplément de rendement est appliqué au coût des capitaux propres (rendement des capitaux propres) avant prise en considération de l'illiquidité des actions.³</p> <p>Le taux choisi de 35% de supplément sur le coût des capitaux propres apparaît équitable dans le cas d'espèce au vu de la liquidité extrêmement faible des actions Büro-Fürerrer et de la fourchette mentionnée ci-dessus.</p>	

² Les études sont par exemple Restricted Stock Studies, Pre-IPO Discount Studies, Acquisition Approach Studies. cf. Pratt, S. P./Reilly, R. F./Schweih, R. P.: "Valuing small businesses & professional practices" et Koeplin, J./Sarin, A./Shapiro, A.C.: "The private company discount", in "Journal of Applied Corporate Finance", vol. 12, n° 4, hiver 2000

³ Calcul: taux du coût des capitaux propres avant supplément de rendement, multiplié par 1 + taux supplémentaire de rendement

Coûts des capitaux étrangers	4.2%
Les coûts estimés des capitaux étrangers (avant effets fiscaux) présentent, par rapport au rendement des obligations fédérales susmentionnées, une prime de risque de 1.5%. La prime de risque a été estimée par une comparaison des rendements à l'échéance d'entreprises qui sont comparables avec le Groupe Büro-Fürer (cf. <i>annexe 3</i>) et des rendements correspondants d'emprunts d'Etat sans risque.	

Taux d'imposition des bénéfices	24%
Le taux d'imposition appliqué correspond au taux d'imposition moyen qui est attendu à l'avenir pour le Groupe Büro-Fürer.	

Rapport capitaux étrangers / capitaux propres	20/80
Le rapport de financement à long terme supposé entre les capitaux étrangers et les capitaux propres se base sur des valeurs de marché, s'appuie sur la structure financière d'entreprises cotées comparables (cf. <i>annexe 3</i>) et prend en considération une capacité d'endettement future estimée du groupe Büro-Fürer.	

Aussi bien les cash-flows libres annuels de la période de planification (2005 à 2007) que la valeur finale (terminal value) sont escomptés au taux du coût total du capital afin d'obtenir la valeur actualisée. La valeur finale prend en considération le cash-flow libre durable qui suit l'horizon de planification. Dans le cadre du calcul de la valeur finale (en une étape, selon le modèle Gordon-Growth), le cash-flow libre durable est capitalisé avec le taux du coût total du capital, en prenant en considération une croissance annuelle future de 0.5%.

Par ailleurs, LODH Corporate Finance a effectué des calculs de sensibilité sur la base de variations de différents paramètres (par exemple coût total du capital, marge EBITDA, croissance du cash-flow libre) dans la valeur finale.

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

4.4 Evaluation par le marché sur la base d'entreprises cotées comparables

L'annexe 4 présente les évaluations relatives (multiples) d'entreprises cotées, qualifiées de comparables.

Le calcul de la valeur des capitaux propres se fonde principalement sur les futurs multiples de valeurs de l'EBITDA et de l'EBIT des entreprises comparables et sur les projections financières du groupe Büro-Fürrier. Les valeurs ainsi obtenues ont été diminuées de 35% afin d'obtenir les valeurs pertinentes des capitaux propres de Büro-Fürrier. Cette déduction prend en considération l'illiquidité de l'action Büro-Fürrier par rapport à la liquidité du marché des actions des entreprises comparables (cf. chiffre 4.3).

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

4.5 Evaluation par le marché sur la base de transactions d'entreprises comparables

L'annexe 5 contient les évaluations relatives (multiples) de transactions d'entreprises comparables pour lesquelles les conditions financières ont été publiées.

Les transactions choisies se distinguent aussi bien entre elles que par rapport à l'offre publique d'acquisition de Lyreco aux actionnaires publics de Büro-Fürrier en ce qui concerne la taille des entreprises concernées et la vente de majorités de contrôle, respectivement de participations minoritaires.

Le calcul des valeurs des capitaux propres se fonde principalement sur les multiples de valeurs de l'EBITDA et de l'EBIT d'entreprises comparables et sur les chiffres financiers du groupe Büro-Fürrrer.

Les valeurs des capitaux propres obtenues avec les multiples mentionnés ont été ajustées par une déduction de 15%. Cette déduction prend en considération la différence entre le prix atteint en cas de vente de participations minoritaires par rapport à la vente de participations majoritaires permettant le contrôle d'une entreprise. A peu près la moitié des transactions appréciées constituent des ventes d'une majorité de contrôle, l'autre moitié concernant des ventes faite par des actionnaires minoritaires similaires à la transaction entre Lyreco et les actionnaires publics de Büro-Fürrrer. La réduction de 15% est basée sur différentes études américaines de tierces personnes. Ces études démontrent que les prix pour des participations minoritaires présentent, par rapport à des majorités de contrôle, une réduction allant de 27% à 33%⁴.

⁴ cf. "Valuing small businesses & professional practices" et Koeplin, J./Sarin, A./Shapiro, A.C.: "The private company discount", in "Journal of Applied Corporate Finance", vol. 12, n°. 4, hiver 2000

5 Appréciation globale

La méthode DCF a figuré au premier plan des considérations d'évaluation. Afin de vérifier la plausibilité du résultat obtenu, les méthodes de l'évaluation par le marché sur la base d'entreprises cotées comparables et de transactions d'entreprises comparables ont été utilisées. Enfin, et notamment, l'évolution du cours de l'action Büro-Fürrier pendant les dernières années a également été appréciée en comparaison du prix de l'offre.

Les méthodes d'évaluation par le marché utilisées confirment les résultats de la méthode DCF.

Sur la base de toutes les analyses et considérations d'évaluation, une fourchette de valeur de CHF 412 à CHF 471 par action Büro-Fürrier peut être retenue. Cette fourchette de valeur s'entend, hors versement du dividende de CHF 15 brut par action Büro-Fürrier décidé lors de l'assemblée générale du 12 avril 2005 et qui devra être versé aux actionnaires publics avant le début de la période d'acceptation de l'offre publique d'acquisition. Sur cette base, Lombard Odier Darier Hentsch Corporate Finance arrive à la conclusion que le prix de CHF 500 par action offert dans le cadre de l'offre publique d'acquisition présentée par Lyreco aux actionnaires publics de Büro-Fürrier est financièrement juste et équitable.

Veuillez agréer l'expression de notre parfaite considération.

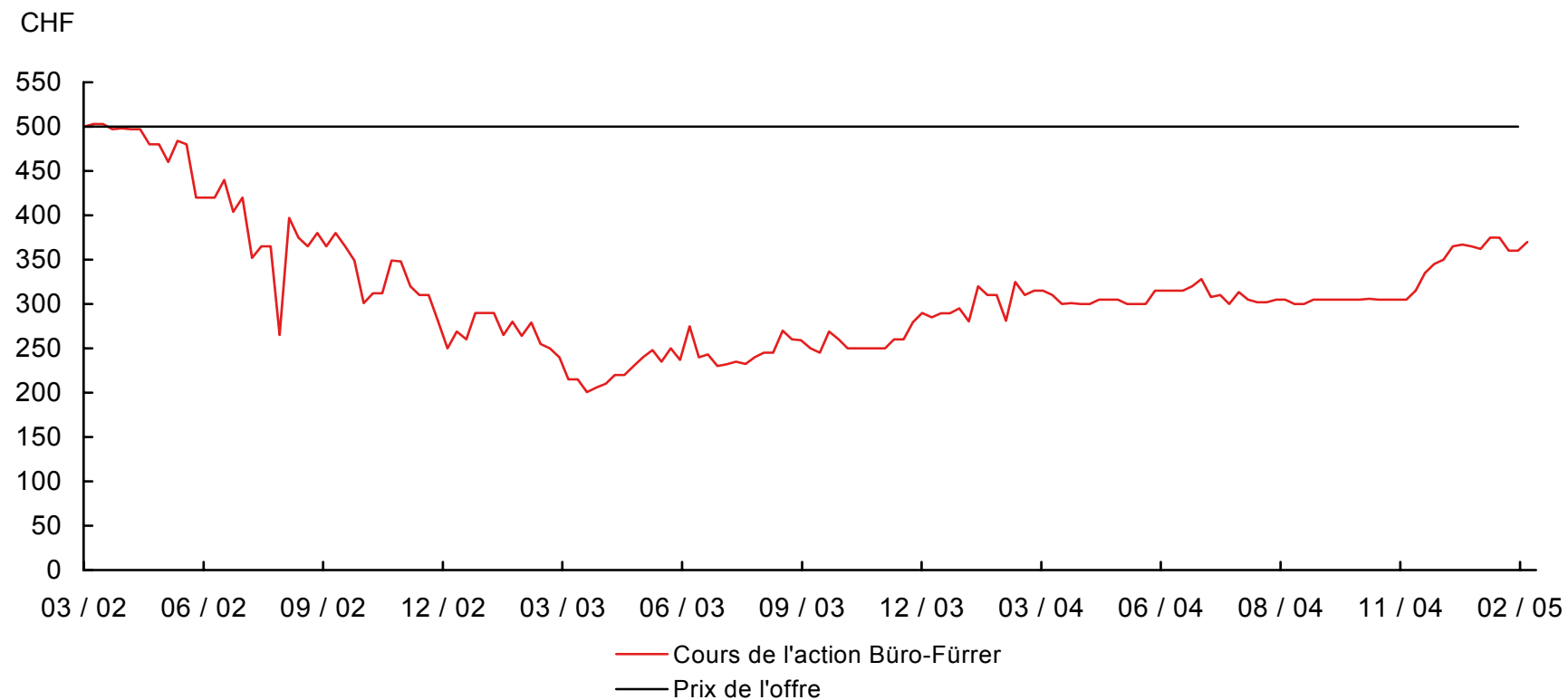
Lombard Odier Darier Hentsch & Cie
Corporate Finance

Philippe Leuenberger

Robin Richiger

Annexes

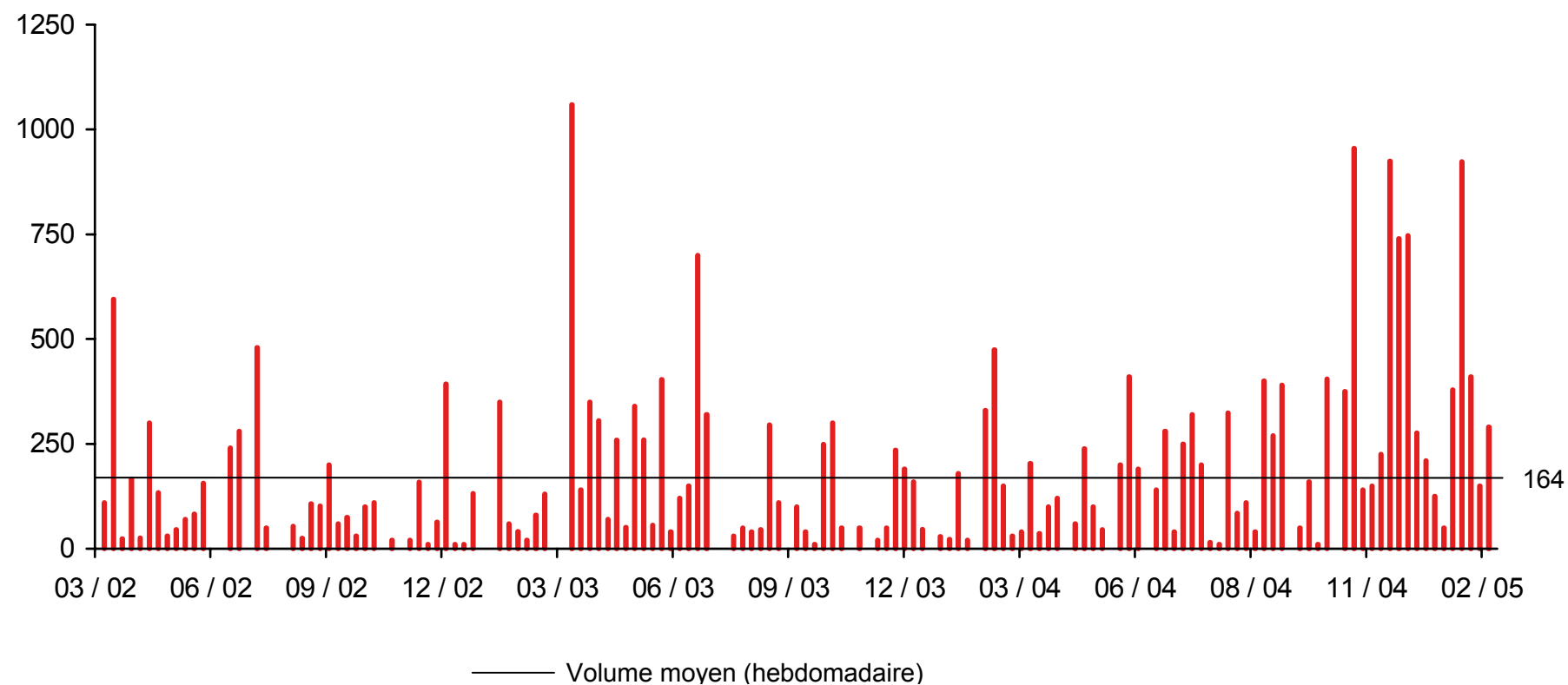
Annexe 1: Evolution du cours de l'action Büro-Fürer (3 ans)



Source: Bloomberg

Annexe 2: Analyse des volumes de l'action Büro-Fürer (3 ans)

Volume en actions



Source: Bloomberg

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

Company	Currency	Market Data				Beta Equity	Beta Business Risk ³⁾
		Market cap. 05.04.2005	Net debt ¹⁾	Capital structure ²⁾	Marg. tax rate	Bloomberg 05.04.2005	Bloomberg 05.04.2005
Belton-Yhtiot Oyi	EUR	36.1	5.4	15.0%	29.0%	n.m.	n.m.
Buhrmann	EUR	1'373.4	707.0	51.5%	29.0%	n.m.	n.m.
Office Depot Inc	USD	6'959.3	-356.0	-5.1%	40.0%	1.00	1.03
Staples Inc	USD	15'674.9	-910.4	-5.8%	40.0%	1.08	1.12
United Stationers Inc	USD	1'494.5	2.3	0.2%	40.0%	1.25	1.25
Average		5'107.6	-110.3	11.1%	35.6%	1.11	1.13
Median		1'494.5	2.3	0.2%	40.0%	1.08	1.12

1) Interest bearing debt minus cash and cash equivalents

2) Capital structure: net debt / market cap.

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

Source: Bloomberg

Annexe 4: Analyse des multiples d'entreprises cotées comparables

Company	Cur.	Market cap. ¹⁾ 05.04.2005	EV 05.04.2005	Enterprise Value											
				Sales Multiples				EBITDA Multiples				EBIT Multiples			
				2003A	2004A	2005E	2006E	2003A	2004A	2005E	2006E	2003A	2004A	2005E	2006E
Belttton-Yhtiot Oyj	EUR	36.1	42.3	0.7x	0.7x	0.7x	0.6x	7.1x	12.0x	10.6x	8.5x	9.7x	22.5x	11.8x	10.1x
Buhrmann NV	EUR	1'373.4	2'135.4	0.3x	0.4x	0.4x	0.4x	6.5x	7.4x	6.4x	5.7x	12.5x	13.3x	9.1x	7.8x
Office Depot Inc	USD	6'959.3	6'603.3	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x	8.3x	8.3x	7.3x	3.9x	14.2x	12.5x	10.8x	10.0x
Staples Inc	USD	15'674.9	14'764.5	1.1x	1.0x	0.9x	0.8x	13.7x	10.5x	9.1x	7.9x	18.5x	13.1x	11.5x	9.9x
United Stationers Inc	USD	1'494.5	1'496.8	0.4x	0.4x	0.4x	0.3x	8.4x	8.5x	7.2x	n.a.	10.3x	10.0x	8.0x	7.1x

Abbreviations

Cur. Currency
EV Enterprise value

Average Median

0.6x 0.6x 0.6x 0.5x 8.8x 9.3x 8.1x 6.5x 13.0x 14.3x 10.3x 9.0x
0.5x 0.5x 0.5x 0.4x 8.3x 8.5x 7.3x 6.8x 12.5x 13.1x 10.8x 9.9x

1) Reporting currency

Source: Bloomberg, IBES estimations consensus

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

Company	Cur.	Market cap. ¹⁾ 05.04.2005	Equity Value (Price)			
			Earnings Multiples			
			2003A	2004A	2005E	2006E
Belton-Yhtiot Oyj	EUR	36.1	11.5x	16.9x	13.4x	12.0x
Buhrmann NV	EUR	1'373.4	n.m.	17.2x	11.3x	8.4x
Office Depot Inc	USD	6'959.3	23.3x	20.7x	17.0x	15.0x
Staples Inc	USD	15'674.9	32.0x	22.1x	19.0x	16.4x
United Stationers Inc	USD	1'494.5	18.9x	16.6x	13.7x	12.2x
Abbreviations			21.4x	18.7x	14.9x	12.8x
Cur. Currency			21.1x	17.2x	13.7x	12.2x

1) Reporting currency

Source: Bloomberg, IBES estimations consensus

Annexe 5: Analyse des multiples de transactions d'entreprises comparables

Completion Date	Target	Nat.	Bidder	Nat.	Stake	EV ¹⁾ Transaction	Equity Value ¹⁾ Transaction	Enterprise Value		
								Sales Multiples	EBITDA Multiples	EBIT Multiples
02.08.2004	National 1 Ltd	AUS	Lyreco	F	100.0%	55.9	33.8	0.4x	n.m.	n.m.
28.06.2004	OyezStraker Group Ltd	UK	Investor Group	UK	100.0%	80.0	43.9	0.6x	5.6x	6.6x
08.05.2004	Globus Office World Plc	UK	Staples Inc	US	100.0%	32.5	59.2	0.3x	4.3x	6.4x
10.12.2003	OfficeMax	US	Boise Cascade	US	100.0%	1'366.0	1'384.3	0.3x	11.1x	n.m.
03.06.2003	Guilbert SA	F	Office Depot	US	100.0%	815.0	n.a.	0.6x	n.a.	12.9x
18.07.2002	ISA International	UK	Daisytek International	US	100.0%	48.6	4.4	0.1x	14.1x	n.m.
17.04.2001	Samas Office Products	NL	Buhrmann NV	NL	100.0%	320.0	n.a.	0.8x	n.a.	12.6x
06.04.2001	Van Dorp Despec Groep	NL	Bravelend Holding BV	NL	100.0%	154.6	61.9	0.3x	12.2x	16.3x
12.02.2001	Ahrend NV	NL	Stonehaven Holding BV	NL	100.0%	322.3	342.8	0.7x	6.0x	8.1x

Abbreviations

Nat. Nationality

n.a. Not applicable

n.m. Not meaningful

1) Seller reporting currency

**Average
Median**

**0.5x 8.9x 10.5x
0.4x 8.6x 10.4x**

Source: Bloomberg, Factiva, SDC