



Lombard Odier Darier Hentsch

## Corporate Finance

### **Rapport à l'attention du conseil d'administration de Leica Geosystems Holdings SA**

Relatif à l'

Appréciation de l'équité financière de l'offre publique d'acquisition de Danaher Corporation portant sur toutes les actions nominatives de Leica Geosystems Holdings SA en mains du public

2 août 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 · Fax +41 (0)1 214 13 39 · [www.lodh.com](http://www.lodh.com)

## Tables des matières

<b>Liste des abréviations .....</b>	<b>III</b>
<b>Liste des annexes .....</b>	<b>IV</b>
<b>1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
1.1 Situation initiale .....	1
1.2 Mission confiée par le conseil d'administration de Leica Geosystems à LODH Corporate Finance.....	3
<b>2 Base d'appréciation .....</b>	<b>4</b>
<b>3 Présentation de Leica Geosystems.....</b>	<b>6</b>
3.1 Brève description.....	6
3.2 Aperçu du modèle d'affaires et de la stratégie d'entreprise ..	7
3.3 Aperçu du marché .....	15
3.4 Relations entre Danaher et Leica Geosystems.....	17
<b>4 Analyse et évaluation .....</b>	<b>18</b>
4.1 Méthodes d'évaluation .....	18
4.2 Analyse des prix et des volumes de l'action.....	18
4.3 Méthode du Discounted Cash-flow .....	20
4.4 Evaluation par le marché sur la base d'entreprises cotées comparables.....	23
4.5 Evaluation par le marché sur la base de transactions d'entreprises comparables .....	23
<b>5 Appréciation globale.....</b>	<b>24</b>

## Liste des abréviations

accord de confidentialité	accord de statu quo ( <i>standstill</i> ) et de confidentialité entre Danaher Corporation et Leica Geosystems Holdings SA du 10 juillet 2005
action(s) Leica	actions nominatives de Leica Geosystems Holdings SA d'une valeur nominale de CHF 50
Beta	Risque relatif lié aux capitaux propres
CAPM	Capital asset pricing model
cf.	confer
CHF	Francs suisses
Danaher	Danaher Corporation, Wilmington, Delaware/ USA, ainsi que sa filiale Edelweiss et ses autres filiales et participations directes et indirectes
DCF	Discounted Cash-flow
Edelweiss	Edelweiss Holdings ApS, Copenhague, Danemark, filiale indirectement détenue par Danaher Corporation
GPS	Global Positioning System
Hexagon	Hexagon AB, Stockholm, Suède
Leica Geosystems	Leica Geosystems Holdings SA ainsi que ses filiales et participations
mia.	milliard(s)
mio.	million(s)
offre de Danaher	offre en espèces de Danaher Corporation au prix de CHF 500 par action Leica présentée le 28 juillet 2005 et portant sur toutes les actions Leica en mains du public
par ex.	par exemple
TPS	Terrestrial Positioning System
WACC	Weighted average cost of capital

## Liste des annexes

Annexe 1: Evolution du cours de l'action Leica

Annexe 2: Analyse des volumes de l'action Leica

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

Leica Geosystems Holdings SA («Leica Geosystems») s'est vue confrontée mi-juin 2005 à l'offre publique d'acquisition non sollicitée d'Hexagon AB, Stockholm, Suède (ci-après «Hexagon»). Hexagon a procédé à l'annonce préalable de l'offre le 13 juin 2005 et a publié le prospectus de l'offre le 27 juin 2005. L'offre publique d'acquisition non sollicitée d'Hexagon porte sur toutes les actions de Leica Geosystems Holdings SA (ci-après «action(s) Leica») en mains du public.

Le prix initialement offert a été réduit par Hexagon de CHF 440 à CHF 436 par action Leica suite à la décision des actionnaires de Leica Geosystems de distribuer un dividende de CHF 4 par action. Le prix d'offre correspond à une prime de 14.7 % par rapport au cours de bourse avant la publication de l'annonce préalable de l'offre d'Hexagon.

Le conseil d'administration de Leica Geosystems (ci-après le «conseil d'administration») a examiné en détail l'offre d'Hexagon ainsi que les perspectives à court et long terme de Leica Geosystems et discuté diverses options. Dans son rapport du 15 juillet 2005, le conseil d'administration recommande aux actionnaires de ne pas vendre leurs actions à Hexagon parce que l'offre d'Hexagon ne correspond pas pleinement à la valeur de Leica Geosystems.

Suite à la publication de l'offre d'Hexagon, Danaher a fait part au conseil d'administration de son intérêt de soumettre une offre publique d'acquisition amicale portant sur toutes les actions de Leica en mains du public.

Après une brève négociation, Leica Geosystems et Danaher ont conclu, le 10 juillet 2005, un accord de statu quo (*standstill*) et de confidentialité. Leica Geosystems a ensuite permis à Danaher d'accéder à une *data-room* et au management.

Après un examen de *due diligence* limité, Leica Geosystems et Danaher ont signé, le 25 juillet 2005, un contrat d'offre. Ce dernier règle pour l'essentiel de déroulement de l'acquisition : Danaher s'engage - par le biais d'Edelweiss Holdings ApS, Copenhague, Danemark, (ci-après «Edelweiss») filiale indirectement détenue à 100 % – à publier une annonce préalable le 26 juillet 2005 et à soumettre aux actionnaires, le 28 juillet 2005, une offre selon les conditions convenues et à un prix d'offre d'au moins CHF 500 par action Leica. En contrepartie, le conseil d'administration s'engage à recommander aux actionnaires d'accepter cette offre, pour autant qu'aucune offre d'acquisition financièrement plus avantageuse ou équivalente pour les actionnaires ne soit présentée.

Conformément au contrat d'offre, Danaher a soumis, le 28 juillet 2005, une offre en espèces portant sur toutes les actions Leica en mains du public à un prix d'offre de CHF 500 par action Leica (ci-après l'«offre de Danaher»).

Par cette offre d'acquisition, Danaher entend acquérir toutes les actions Leica en mains du public (2'194'567 actions Leica, cf. le prospectus d'offre de Danaher du 28 juin 2005, chiffre 2.2).

Danaher Corporation, dont les actions sont cotées au NYSE et au Pacific Stock Exchange, est une société active dans le monde entier et producteur dans les secteurs Professional Instruments, Industrial Technologies ainsi que Tools et Components.

Pour l'exercice 2004, Danaher a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de USD 6.8 mia. dont plus de la moitié a été générée en dehors des USA. Danaher emploie environ 37'000 collaborateurs.

## **1.2 Mission confiée par le conseil d'administration de Leica Geosystems à LODH Corporate Finance**

Le conseil d'administration de Leica Geosystems a chargé LODH Corporate Finance d'établir un rapport (*Fairness Opinion*) relatif à l'équité financière de l'offre publique d'acquisition de Danaher à l'attention des actionnaires publics de Leica Geosystems. 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 Leica et le prix auquel les actions Leica qui ne seront pas présentées à l'acceptation de l'offre pourront être négociées à l'avenir.

## 2 Base d'appréciation

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

- prospectus de l'offre de Danaher portant sur toutes les actions Leica en mains du public du 28 juillet 2005 ;
- annonce préalable de l'offre publique d'acquisition de Danaher du 26 juillet 2005 ;
- contrat d'offre entre Leica Geosystems et Danaher du 25 juillet 2005 ;
- projet du rapport du conseil d'administration relatif à l'offre de Danaher ;
- diverses informations publiques concernant Leica Geosystems, qui ont été jugées déterminantes pour l'analyse de LODH Corporate Finance, y compris les comptes annuels révisés 2002/2003, 2003/2004 et 2004/2005, ainsi que des communiqués de presse et des articles de presse ;
- diverses informations (d'ordre opérationnel et financier) et documents internes à Leica Geosystems, 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 de Leica Geosystems ;
- 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) ;
- analyse historique du cours et des volumes de l'action Leica;
- 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 Leica Geosystems, et les a discutés avec le Chief Executive Officer, le Chief Financial Officer et d'autres représentants du management de Leica Geosystems.

Dans le cadre de ses travaux, LODH Corporate Finance n'a pas visité les immeubles et installations de Leica Geosystems. 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 Leica Geosystems confirmant que celui-ci n'avait pas connaissance de faits ou de circonstances selon lesquels les informations utilisées étaient imprécises ou trompeuses.

### 3 Présentation de Leica Geosystems

#### 3.1 Brève description

Leica Geosystems, dont le siège est à Balgach (SG), est active dans le monde entier et est un leader dans le domaine des solutions de mesurage et de cartographie. Leica Geosystems offre une gamme complète de produits pour la récolte, la modélisation et l'analyse de données ainsi que les technologies pour la visualisation et la présentation de données spatiales. En 2004/2005, Leica Geosystems a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de CHF 773.2 mio. et un bénéfice net de CHF 50.6 mio. ; Leica Geosystems est cotée à la SWX Swiss Exchange. Le *free float* de la société se montait à environ 80 % en date du 12 juin 2005, soit le jour précédant l'annonce préalable de l'offre d'acquisition par Hexagon. Trois investisseurs institutionnels détenaient respectivement plus de 5 % des actions Leica en date du 12 juin 2005. Le reste des actions Leica est largement réparti et est détenu par des investisseurs institutionnels et des actionnaires publics.

Avant la publication de l'offre de Danaher, Danaher a acquis 95'000 actions Leica et a conclu un accord avec un autre grand actionnaire aux termes duquel ce grand actionnaire s'est engagé à vendre ses 146'331 actions Leica à Edelweiss (cet accord peut toutefois être résolu pour diverses raisons, par ex. si une offre d'acquisition plus élevée portant sur Leica Geosystems était présentée).

Selon les informations publiques, Danaher contrôle pour l'heure, en raison des actes juridiques susmentionnés, 10.28 % des actions Leica.

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

Leica Geosystems est le pionnier et le leader dans le développement de solutions de mesurage innovantes. La société produit des appareils et des logiciels, qui s'adressent à des clients industriels mais également au segment des consommateurs, servant au relevé, à l'analyse, à la modélisation et à la présentation – également en 3D - de données spatiales.

Leica Geosystems propose des produits et des solutions pour une multitude de branches d'activités. Les plus importantes sont le secteur du mesurage, l'industrie de la construction et du bâtiment, la gestion d'installations et de biens-fonds, l'aéronautique et l'astronautique, l'industrie automobile ainsi que d'autres branches industrielles, l'industrie minière et le sondage, l'agriculture et la foresterie, la protection contre les catastrophes, la cartographie, l'aménagement du territoire ainsi que la mensuration cadastrale.

Les technologies de base, qui sont utilisées dans une multitude de produits et de solutions, sont l'EDM (mesure électronique de la distance), les technologies GPS ainsi que la création, le traitement, l'analyse et la présentation de données multidimensionnelles (nuage de points) dans le domaine du 3-D-Laserscanning.

Leica Geosystems se compose de six secteurs d'activité. Le secteur *Mesurage et Construction* comporte pour l'essentiel des systèmes de mesurage pour l'arpentage, l'ingénierie et la construction. Le secteur *Geospatial Imaging* se focalise, quant à lui, sur la gestion de données spatiales fondées sur des images. Une part importante du chiffre d'affaires dans le secteur *Biens de consommation* est réalisée avec des appareils de mesure laser à main qui utilisent une technologie de mesure laser de haute précision et sans réflecteurs. Le secteur *High-Definition Surveying (HDS)* se focalise sur l'introduction du secteur d'activité Laser-Scanning et de la visualisation 3D dans le mesurage pour l'ingénierie et le mesurage d'installations. Le secteur *Métrologie industrielle* englobe avant tout le mesurage de grands objets industriels, tels que des avions, des voitures ou des bateaux. Le secteur *Produits spéciaux* comprend

tous les actifs non stratégiques qui devraient être vendus. Pour l'heure, il s'agit encore d'une production pour des tiers, c'est-à-dire qu'il s'agit essentiellement de la fabrication de composants mécaniques pour d'autres secteurs d'activité ainsi que pour la vente directe à des clients externes.

Le modèle d'affaires de Leica Geosystems est orienté sur les clients professionnels, les entreprises et les pouvoirs publics. Par le biais de son secteur *Biens de consommation*, la société s'adresse également en partie au segment de la clientèle privée.

Avec une part d'environ 42 % du chiffre d'affaires, l'Europe constitue, pour l'exercice 2004/2005, la zone géographique la plus importante pour l'activité commerciale de la société. Environ 5 % du chiffre d'affaires est réalisé avec des clients en Suisse. Pour le reste, la société est en particulier active aux USA (part du chiffre d'affaires d'environ 22 %), au Japon et en Corée (environ 6 %) ainsi que dans d'autres parties de l'Asie (environ 15 %).

Les stratégies des principales divisions de Leica Geosystems sont brièvement décrites ci-après :

### **Mesurage et construction («Surveying & Engineering»)**

*2004/2005 : chiffre d'affaires de CHF 492.4 mio., EBIT CHF 69.5 mio.*

Ce secteur comprend en particulier des systèmes de mesurage du sol, y compris des appareils de nivellement (instruments servant à mesurer les différences de hauteur), des théodolites (instruments servant à mesurer les angles horizontaux et verticaux) et des stations totales (instruments qui combinent un théodolite et un appareil de mesure des distances et utilisent un logiciel correspondant). Ce secteur comprend également les récepteurs satellites GPS et les systèmes GPS qui utilisent la technologie du GPS pour le mesurage et d'autres applications. En particulier l'introduction de nouveaux produits, qui permettent une utilisation combinée de systèmes TPS et GPS (*SmartStations*), permet aux clients de réaliser des gains de productivité.

L'on peut mentionner comme exemple d'utilisation de produits de Leica Geosystems dans ce secteur la construction du pont actuellement le

plus haut du monde au sud de la France. Des appareils Leica Geosystems ainsi que des logiciels spécialement développés à cet effet ont été utilisés dans la phase de planification et de construction.

Environ 75 % de ce secteur d'activité se compose de segments d'activité stables et matures dans lesquels Leica Geosystems occupe une position de leader sur le marché. Appartiennent également à ce secteur, la mensuration du sol et la mensuration cadastrale ainsi que la construction d'infrastructures publiques (routes, ponts, tunnels, aéroports, etc.) qui sont fortement marqués par la demande du secteur public et sont, de ce fait, peu volatiles et présentent même parfois une marche des affaires anticyclique. Les 25% restant de ce secteur d'activité doivent être attribués au bâtiment et dépendent plus de la construction privée. Ce segment est donc plus exposé aux variations de la conjoncture et est, par essence, plus volatil.

Le management de Leica Geosystems s'attend pour ce secteur à une croissance globale, légèrement supérieure au marché, de 6 % (le marché : environ 5 % par année) en raison du haut niveau d'innovation et de qualité des produits et de la pénétration continue de nouveaux marchés à forte croissance.

### **Geospatial Imaging Solutions («G&M» - auparavant GIS & Cartographie)**

*2004/2005 : chiffre d'affaires de CHF 94.2 mio., EBIT CHF 6.9 mio.*

Le secteur *G&M* crée des produits et des solutions pour le relevé et le traitement de données géographiquement référencées (image digitale et nuage de points) qui ont un large spectre d'applications à destination essentiellement des services publics, des communes, des administrations locales en charge de la réalisation du cadastre, des bureaux d'étude, de la foresterie ainsi qu'à destination de la protection de l'environnement et de l'audit environnemental

Le secteur *G&M* comprend pour l'essentiel des capteurs d'images aériennes et des solutions logiciels qui offre les produits et les solutions, d'une part, pour relever des données images et, d'autre part, pour utiliser ces données brutes en vue de la réalisation de modèles en 3D.

Cette activité doit avant tout être considérée comme une activité s'articulant autour de projets. Les clients peuvent être des instituts de cartographie publics ou privés ainsi que des autorités locales et nationales (par ex. le service des eaux et forêts, les autorités en charge de la défense ou de la sécurité).

L'on peut citer à titre d'exemple les systèmes de Leica qui ont été utilisés dans le cadre d'un mandat exécuté pour le US Forest Service. L'utilisation de grandes images aériennes a été testée lors de l'inventaire annuel de la forêt. A cette occasion, le système de caméra aérienne Leica Geosystems RC 30, ERDAS IMAGINE™ et le Leica Geosystems Photogrammetry Suite LPS ont été utilisés.

Le secteur G&M est soumis à une forte transformation du fait que la part revenant aux logiciels est croissante et que le traitement digitalisé des images devient la technologie centrale.

Le management de Leica Geosystems compte en particulier dans le domaine des logiciels de photogrammétrie et de la transformation de données saisies en un format qui puisse être présenté et analysé sur un potentiel de croissance à long terme d'environ 10 à 15 % par année.

### **High-Definition Surveying («HDS»)**

*2004/2005 : chiffre d'affaire CHF 31.8 mio., EBIT CHF -6.0 mio.*

Le secteur *HDS* est une plate-forme pour l'introduction du secteur d'activité Laser-Scanning et visualisation 3D que le management de Leica Geosystems juge comme étant – après la pénétration du marché par les systèmes GPS dans les années 90 – le prochain saut technologique qui peut atteindre une forte pénétration du marché.

Les solutions offertes par le secteur d'activité *HDS* augmentent la précision et l'efficacité de diverses applications, par ex. la gestion d'installations et d'objets, la planification des constructions, les mesures topographiques ainsi que la documentation du respect de dispositions légales, par ex. en cas d'installations et dans le cadre de la protection des monuments.

Comptent parmi les clients et les marchés, l'industrie du bâtiment, les architectes, les ingénieurs et les personnes en charge de la mensuration du sol.

L'on peut citer à titre d'exemple l'utilisation de la technologie scanner HDS de Leica Geosystems lors de la saisie de la géométrie compliquée de la surface de la Statue de la Liberté à des fins de documentation. Il a été nécessaire pour ce faire de saisir jusque dans le moindre détail la structure 3D de la surface d'une grande construction.

Le laser scanning constitue une nouvelle technologie qui est encore en plein développement et qui ne présente qu'une faible pénétration du marché de l'ordre de seulement 3 à 5 %. La société considère que la diffusion de cette nouvelle technologie constitue le vecteur principal de croissance pour ce secteur d'activité dans lequel Leica Geosystems – d'après les informations fournies par cette dernière – occupe la position de leader du marché avec une part de marché d'environ 60 à 65 %.

Il faut compter avec le fait qu'à l'avenir de nouveaux offrants pénètrent le marché dans ce segment. En plus de la défense à long terme de la position de leader dans la technologie, le contrôle strict des coûts sera important pour garantir le succès à long terme de ce segment d'activité.

Le management de Leica Geosystems s'attend pour ce secteur à un potentiel global de croissance de plus de 20 % par année, ceci correspond à la croissance attendue du marché. Cette croissance doit avant tout être réalisée par une augmentation générale de la pénétration de cette technologie sur le marché mais également par une meilleure compatibilité dans le temps entre les produits et les logiciels proposés par des tiers, tels qu'Intergraph, Autodesk, Bentley ou AVEVA.

### **Biens de consommation («Consumer Products»)**

*2004/2005 : chiffre d'affaires CHF 62.3 mio., EBIT CHF 9.7 mio.*

Les produits principaux de ce secteur sont les appareils de mesure à main qui utilisent une technologie de mesure laser de haute précision et sans réflecteurs.

Le secteur d'activité *Biens de consommation* permet des mesurages rapides et précis au moyen de l'appareil de mesure à main Leica Geosystems DISTO™. Le DISTO™ existe en diverses exécutions et a été vendu plus de 500'000 fois dans le monde entier. Il permet à ces utilisateurs d'augmenter leur productivité et d'économiser du temps.

La clientèle se compose pour l'essentiel d'ouvriers du bâtiment, d'architectes, d'architectes d'intérieur et d'ingénieurs.

Le modèle d'affaires de ce secteur d'activité s'adresse à une autre base de clientèle et se distingue des autres secteurs par la sensibilité au prix de ses clients et est, de ce fait, plus exposé aux variations conjoncturelles. Ceci est toutefois relativisé par le fait que ce secteur se trouve au début d'un cycle et devrait par conséquent être moins sensible à ce genre de variations dans la phase de développement à venir.

Leica Geosystems a entièrement sous-traité la production dans ce secteur et distribue principalement ses produits par le biais de de commerces spécialisés.

La société s'attend en raison de la collaboration annoncée avec Stanley Works, un producteur américain d'outils pour le marché des artisans et ouvriers ainsi que pour le marché du do-it-yourself, à une croissance durable aux USA. Pour l'heure, la pénétration du marché pour les appareils de mesure laser à main se situe vers seulement 5 % et présente par conséquent un potentiel important. Le marché européen qui est en premier lieu approvisionné par des commerces spécialisés présente une pénétration du marché supérieure qui s'élève à environ 40 %. La société attend de la collaboration avec Stanley Works en premier lieu des avantages découlant de l'utilisation des réseaux de distribution existants, par ex. au moyen d'une présence renforcée des produits dans des grandes chaînes de distribution spécialisées dans l'outillage, tels qu'Home Depot.

Le management de Leica Geosystems s'attend pour ce secteur à un potentiel de croissance global d'environ 18 % par année, ce qui correspond plus ou moins à la croissance attendue du marché. La société projette de renforcer sa position de leader sur le marché dans ce secteur par l'introduction d'une nouvelle génération (la sixième) d'appareils laser



à main, par des efforts accrus de marketing et de coopération avec les partenaires distributeurs afin d'augmenter le nombre de points de vente, en particulier aux USA.

### **Métrologie industrielle («Metrology»)**

*2004/2005 : chiffre d'affaires CHF 65.8 mio., EBIT CHF 1.8 mio.*

L'offre de cette division comprend surtout des systèmes de mesure mobiles de haute précision, tels que des *laser trackers*, des systèmes de *local-positioning*, des systèmes de scanner ainsi que des logiciels 3D et des stations totales de haute précision pour un relevé exacte des données, une modélisation rapide, une analyse rapide ainsi que pour la présentation d'informations spatiales en 3D.

La clientèle se compose essentiellement de grandes entreprises industrielles des secteurs de l'aéronautique, de l'aérospatial et de l'automobile.

L'on peut citer ici à titre d'exemple l'utilisation de systèmes *laser tracker* lors du développement et de la construction du nouvel Airbus A380. La précision de la mesure et l'assurance de la qualité revêtent ici une importance cruciale. L'utilisation des *laser trackers* de Leica Geosystems en combinaison avec le nouveau T-Probe (appareil de mesure de coordonnées) permet, selon les dires, de réaliser des économies supplémentaires en termes de temps et de coûts.

Le management de Leica Geosystems s'attend pour l'ensemble de ce secteur à un potentiel de croissance d'environ 7 % par année, ce qui est légèrement au-dessous de la croissance attendue pour le marché des systèmes portables. Les vecteurs de croissance les plus importants doivent être la commercialisation du KMG T-Probe, qui se base sur la Local Positioning Technologie (LPT), et du T-Scan ainsi que les efforts accrus de marketing et de distribution dans l'aéronautique et l'aérospatial et dans l'industrie automobile.

### **Produits spéciaux («Special Products»)**

*2004/2005 : chiffre d'affaires CHF 26.7 mio., EBIT CHF 8.9 mio.*

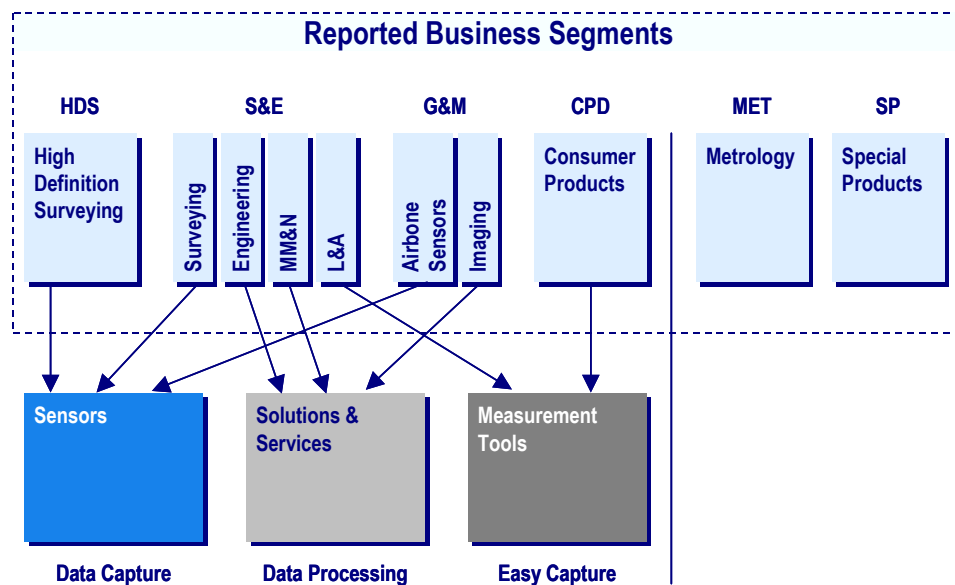
Le secteur *produits spéciaux* comprend une usine de composants mécaniques, c'est-à-dire principalement la fabrication de composants et de produits pour d'autres secteurs d'activité ainsi que pour des ventes directes à des clients externes. La société prévoit de vendre les dernières activités commerciales regroupées dans ce secteur.

### 3.3 Aperçu du marché

Le marché mondial pour les secteurs *Mesurage et Construction*, *Geospatial Imaging*, ainsi que pour les autres segments de marché dans lesquels Leica Geosystems est active, est fortement fragmenté dans certains secteurs et se caractérise par la présence d'un grand nombre d'acteurs. Dans le domaine principal d'activité de Leica, *Mesurage et Construction*, les concurrents principaux sont Trimble, Topcon ou Sokkia. Ce secteur est marqué par une structure à caractère d'oligopole et, en raison de la grande part des travaux d'infrastructure financés par des fonds publics, un marché peu volatil. Le segment de marché *Geospatial Imaging* se caractérise par la part importante qui revient aux logiciels et par une forte fragmentation du marché. Comme concurrent de Leica, il convient de nommer en premier lieu Intergraph. Le marché *Biens de consommation* présente une sensibilité au prix et est plutôt de nature cyclique. Les concurrents principaux de Leica Geosystems dans ce segment sont Bosch, Hilti et Black & Decker.

Il convient encore de noter le fait que certains domaines d'activité s'entrecoupent et sont difficiles à délimiter précisément.

C'est pourquoi la société a, dans le cadre de sa dernière présentation aux analystes, procédé à une répartition alternative de ses segments d'activité en trois secteurs d'activité selon, d'une part, les critères de la méthode permettant le recueil de l'information („*Sensors*“, essentiellement le hardware) et, d'autre part, du traitement de données („*Solutions et Services*“, essentiellement les logiciels). Le troisième secteur *Measurement Tools* comprend essentiellement les produits destinés aux consommateurs, tels que l'appareil de mesure à main DISTO™ et divers appareils laser.



Le marché mondial total pour le secteur *Geospatial Technology* s'élève selon les estimations à USD 7 mia. environ et croît dans l'ensemble de 12 % par année environ. Toutefois, les taux de croissance varient d'un segment à l'autre et l'on s'attend en particulier pour le segment *Solutions and Services* à des taux de croissance plus élevés.

D'autre part, l'on s'attend dans les segments plus matures, tels que *Surveying & Engineering*, à des taux de croissance de 5 % par année environ.

A l'heure actuelle, environ 80 % du chiffre d'affaires de Leica Geosystems provient de la vente d'appareils. Des estimations internes partent cependant de l'idée que la part du chiffre d'affaires afférant aux logiciels et services associés pourrait passer d'actuellement environ 20 % à approximativement 35 %.

### **3.4 Relations entre Danaher et Leica Geosystems**

#### Détention d'actions

Conformément à la publication des participations de Danaher du 28 juillet 2005, Danaher a acquis 95'000 actions Leica et est au bénéfice d'un accord conditionnel portant sur l'acquisition de 146'331 actions Leica supplémentaires. En raison de ces deux actes juridiques, Danaher détient pour l'heure plus de 10.28 % des actions Leica émises.

Le 10 juillet 2005, Leica a conclu avec Danaher un accord de statu quo (*standstill*) et de confidentialité et, le 25 juillet 2005, un contrat d'offre. Le contrat d'offre règle pour l'essentiel les termes et conditions du déroulement de l'offre d'acquisition.

## **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 procédé à une analyse des prix et des volumes et 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**

Au cours des trois dernières années précédant l'annonce préalable de l'offre d'acquisition d'Hexagon intervenue le 13 juin 2005, l'action Leica a atteint un cours maximum de CHF 385 et un cours minimum de CHF 53.05. L'*annexe 1* présente le développement de l'action Leica pendant les trois années, y compris le cours de l'action jusqu'au moment de l'annonce préalable de l'offre d'acquisition de Danaher intervenue le 27 juillet 2005.

L'offre de Danaher se situe 37.8 % environ au-dessus du cours d'ouverture moyen de l'action Leica au SWX Swiss Exchange pendant les 30 jours précédant la publication de l'annonce préalable d'Hexagon et environ 40.3 % au-dessus du cours moyen de l'action pendant les derniers trois mois précédant la publication de l'annonce préalable d'Hexagon<sup>1</sup>.

En comparaison, l'offre de Danaher est supérieure de 14.7 % environ par rapport à l'offre d'Hexagon de CHF 436 (ex-dividende) par action Leica.

Le *free float* de la société se montait à environ 80 % en date du 12 juin 2005, soit le jour précédant l'annonce préalable de l'offre d'acquisition d'Hexagon. Trois investisseurs institutionnels détenaient respectivement plus de 5 % des actions Leica en date du 12 juin 2005. Le reste des actions Leica est réparti largement et est détenu par des investisseurs institutionnels et des actionnaires publics.

L'analyse figurant à l'*annexe 2* montre les volumes des actions Leica négociées hebdomadairement avant l'annonce de la transaction. En moyenne, 30'735 actions Leica ont été négociées par semaine ; partant, la liquidité des actions, également comparée à celle de sociétés ayant une capitalisation équivalente, doit être qualifiée de bonne.

Dans le cadre de l'évaluation, les cours boursiers en tant que prix du marché sont non seulement les plus précis,<sup>2</sup> mais également les seuls indicateurs pour la valeur des actions cotées dont dispose en tout temps chaque participant au marché. Les marchés boursiers sont en principe considérés comme étant (relativement) efficaces. Cela signifie que le marché des actions prend immédiatement en compte lors de la formation du cours (prix) de l'action toutes les informations publiques disponibles au sujet d'une société cotée. Le cours de l'action reflète ainsi chaque fois les attentes des participants au marché. En d'autres termes cela signifie que dans un marché relativement efficace, le cours actuel de l'action représente une des meilleures estimations de la valeur d'une société.<sup>3,4</sup>

De plus, Leica Geosystems dispose, par comparaison, d'une bonne couverture de recherche par le biais des analystes *sell-side* des départements *equity brokerage* respectifs des banques suivantes (Berenberg Bank, Bank Vontobel, Bank Leu, Helvea, ZKB, Bank Sarasin, CA Chevreux, Lombard Odier Darier Hentsch & Cie).

---

<sup>1</sup> L'offre de Danaher correspond à une prime de 9.13 % par rapport au cours moyen d'ouverture de l'action Leica pendant les derniers 30 jours précédant la publication de l'annonce préalable du 26 juillet 2005.

<sup>2</sup> Cf. von der Crone, Interessenskonflikte im Aktienrecht, SZW 66 (1994), p. 9.

<sup>3</sup> Cf. Hawanini/Viallet: Finance for Executives, Managing for value creation, p. 302.

<sup>4</sup> Cf. Groner, Barabfindungsfusion (Cash Out Merger), SJZ 99 (2003) Nr. 16/17 p. 393 ss., avec un renvoi au droit allemand; OLG Stuttgart du 04.02.2000, 4W 15/98, in AG 2000 428 ss.

### 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 financiers et de rendement, et des attentes économiques et financières futures en relation avec Leica Geosystems. 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 7.9 %, le coût des capitaux propres à 8.8 % et le coût des capitaux étrangers à 4.5 % (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 suit :

Taux d'intérêts sans risque	3.9%
Le taux d'intérêts sans risque correspond aux rendements actuels pondérés par devises (en fonction de la part au chiffre d'affaires) des emprunts d'Etat respectifs ayant une échéance supérieure à 25 ans.	



Beta	1.1
<p>Le Beta s'oriente au Beta moyen pondéré (moyenne arithmétique) en fonction de la concordance des activités commerciales considérées d'entreprises cotées comparables. Les Betas des entreprises comparables selon l'<i>annexe 3</i> ont été calculés pour la période des trois dernières années.</p>	

Prime de risque du marché	3.9 %
<p>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 d'Etat respectives pendant les 80 dernières années. L'analyse publiée d'une banque tierce indépendante constitue la base des calculs<sup>5</sup>.</p>	

Coûts des capitaux étrangers	5.9 %
<p>Les coûts estimés des capitaux étrangers (avant effets fiscaux) présentent, par rapport au rendement des obligations fédérales susmentionnées, une prime de risque de 2.0 %. La prime de risque a été estimée par une comparaison des rendements à l'échéance d'entreprises qui sont comparables avec Leica Geosystems (cf. <i>annexe 3</i>) et des rendements correspondants d'emprunts d'Etat sans risque.</p>	

---

<sup>5</sup> Cf. Pictet & Cie : Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2004), janvier 2005.

Taux d'imposition des bénéfices	24 %
Le taux d'imposition appliqué correspond au taux d'imposition moyen qui est attendu à l'avenir pour Leica Geosystems.	

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 de Leica Geosystems.	

Aussi bien les cash-flows libres annuels de la période de planification (2005/2006 – 2008/2009) que la valeur finale (*terminal value*) sont es-comptés 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 1.0 % par année.

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 de Leica Geosystems.

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 Danaher aux actionnaires publics de Leica Geosystems en ce qui concerne la taille des entreprises concernées et les domaines d'activités respectifs.

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 de Leica Geosystems.

Toutes les transactions appréciées, à l'instar de la transaction entre Danaher et les actionnaires publics de Leica Geosystems, constituent des ventes par un vendeur d'une majorité de contrôle.

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

## 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 Leica Geosystems pendant les dernières années a également été prise en considération afin d'apprécier le 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 489 à CHF 592 par action Leica peut être retenue. Cette fourchette de valeur s'entend hors versement du dividende de CHF 4 brut par action Leica décidé lors de l'assemblée générale du 6 juillet 2005 et qui devra être versé aux actionnaires publics avant le début de la période d'acceptation de l'offre publique d'acquisition (c'est-à-dire que ces CHF 4 ne doivent pas être déduits de la fourchette de valeur). Sur cette base, Lombard Odier Darier Hentsch Corporate Finance arrive à la conclusion que le prix de CHF 500 par action Leica offert dans le cadre de l'offre publique d'acquisition présentée par Danaher aux actionnaires publics est financièrement juste et équitable.

Veuillez agréer l'expression de notre parfaite considération.

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie  
Corporate Finance

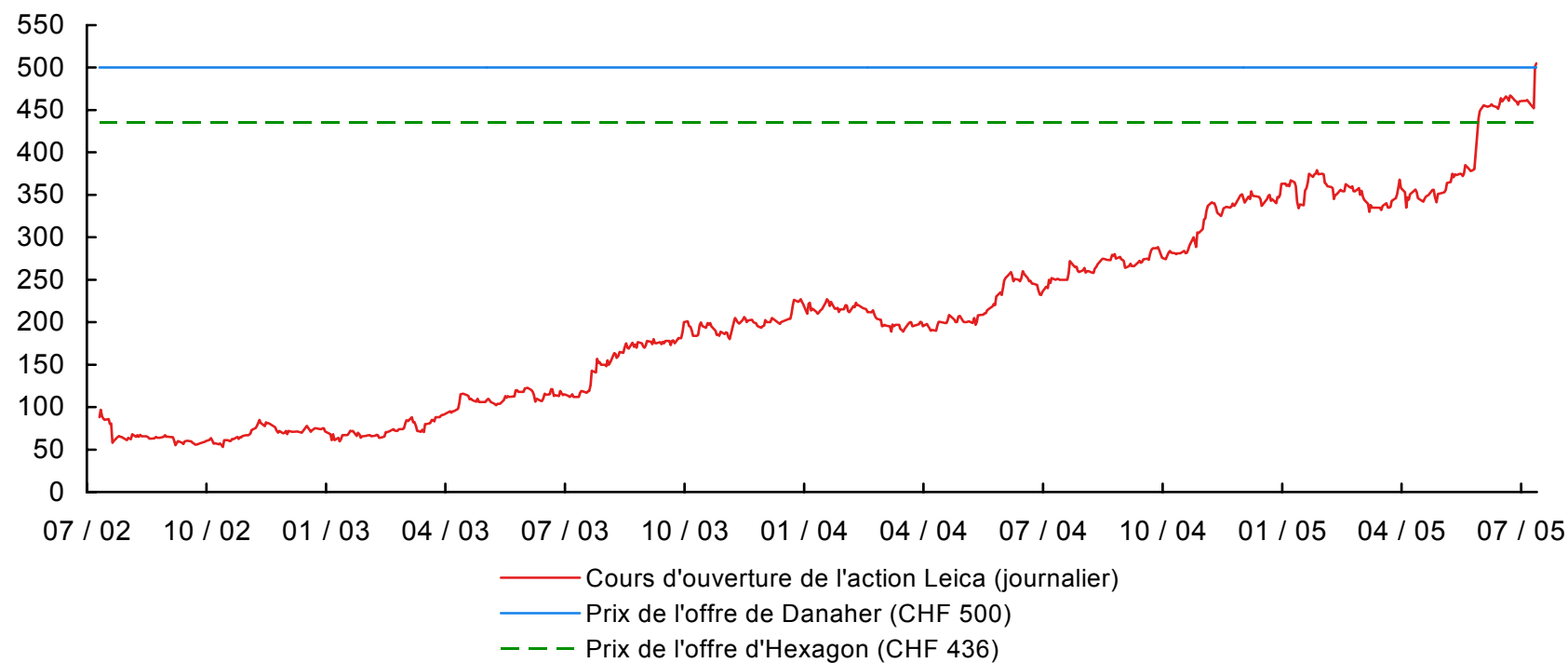
Romeo Cerutti

Philippe Leuenberger

Annexes

## Annexe 1 : Evolution du cours de l'action Leica (3 ans)

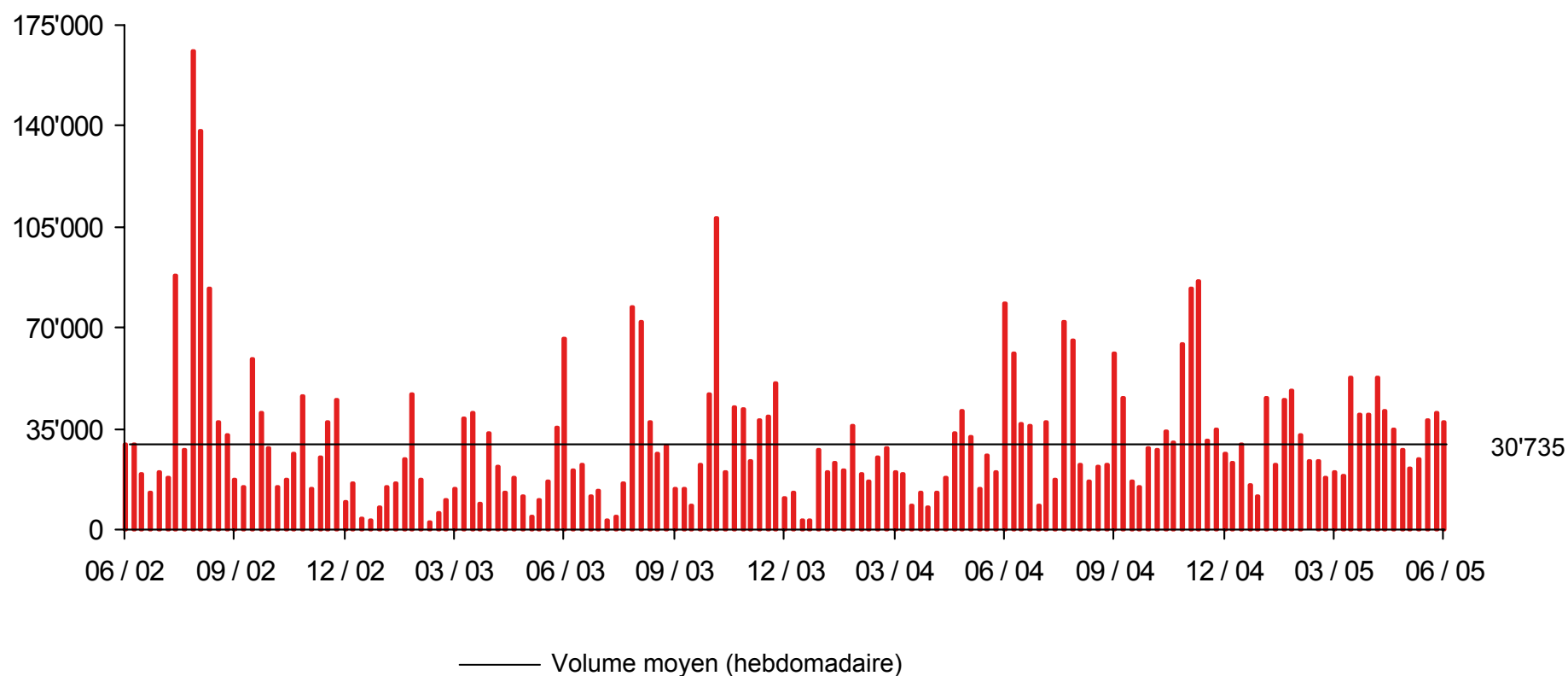
CHF



Source : Bloomberg

## Annexe 2 : Analyse des volumes de l'action Leica (3 ans)

Volume en actions



Remarque : analyse des volumes avant la publication de l'annonce préalable d'Hexagon le 13 juin 2005

Source : Bloomberg

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

Company	Currency	Market Data				Beta Equity	Weighting	Beta Business Risk <sup>3)</sup>
		Market cap. 26.07.2005	Net debt <sup>1)</sup> latest	Capital structure <sup>2)</sup>	Marg. tax rate	Bloomberg 26.07.2005	Factor	Bloomberg 26.07.2005
Trimble Navigation	USD	2'305.9	-21.4	-0.9%	40.0%	1.90	1.0	1.91
Topcon	JPY	94'773.5	3'882.0	4.1%	42.0%	1.10	1.0	1.07
Sokkia	JPY	11'739.2	1'808.0	15.4%	42.0%	0.87	1.0	0.80
Mettler Toledo	USD	2'096.0	160.0	7.6%	40.0%	0.94	0.7	0.60
Intergraph	USD	1'043.7	-280.7	-26.9%	40.0%	0.68	0.7	0.54
Faro Technologies	EUR	337.9	-34.5	-10.2%	29.0%	1.02	0.7	0.73
Fugro	USD	1'480.3	444.8	30.1%	40.0%	0.34	0.7	0.19
Black & Decker	USD	7'313.2	869.7	11.9%	40.0%	0.94	0.7	0.58
Garmin	USD	5'627.7	-301.5	-5.4%	40.0%	1.52	0.7	1.05
Stanley Works	USD	4'137.1	376.7	9.1%	40.0%	1.07	0.7	0.68
<b>Average</b>		<b>13'085.4</b>	<b>690.3</b>	<b>3.5%</b>	<b>39.3%</b>	<b>1.04</b>		<b>1.06</b>
<b>Median</b>		<b>3'221.5</b>	<b>268.3</b>	<b>5.9%</b>	<b>40.0%</b>	<b>0.98</b>		<b>0.92</b>

1) Source: Bloomberg

2) Capital structure: net debt / market cap.

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

Source : Bloomberg, SEC-Filings

## Annexe 4 : Analyse des multiples d'entreprises cotées comparables

Company	Cur.	Market cap. <sup>1)</sup> 25.07.2005	EV <sup>2)</sup> 25.07.2005	Enterprise Value					
				Sales Multiples		EBITDA Multiples		EBIT Multiples	
				FY2006	FY2007	FY2006	FY2007	FY2006	FY2007
Trimble Navigation	USD	2'305.9	2'284.5	2.9x	2.5x	16.9x	15.2x	17.9x	15.2x
Topcon	JPY	1'076.6	1'121.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sokkia	JPY	137.8	158.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mettler Toledo	USD	2'694.4	2'901.8	1.5x	1.4x	10.1x	9.3x	12.1x	11.2x
Intergraph	USD	1'045.3	764.6	1.3x	1.2x	12.8x	11.7x	17.8x	14.2x
Faro Technologies	USD	440.5	395.7	2.4x	1.8x	13.7x	10.6x	15.8x	11.9x
Fugro	EUR	2'266.1	2'961.1	1.7x	1.6x	9.2x	8.5x	14.1x	12.7x
Black & Decker	USD	9'623.4	10'751.0	1.3x	1.2x	8.9x	8.4x	10.5x	9.9x
Garmin	USD	7'174.5	6'783.6	5.6x	4.9x	14.7x	13.7x	16.7x	15.4x
Stanley Works	USD	5'336.3	5'824.7	1.4x	1.3x	8.2x	7.6x	10.0x	9.0x
<b>Average</b>				<b>2.3x</b>	<b>2.0x</b>	<b>11.8x</b>	<b>10.6x</b>	<b>14.4x</b>	<b>12.4x</b>
<b>Median</b>				<b>1.6x</b>	<b>1.5x</b>	<b>11.5x</b>	<b>10.0x</b>	<b>15.0x</b>	<b>12.3x</b>

Abbreviations

Cur.: Currency

EV: Enterprise Value

n.a.: Not applicable

1) Reporting currency

2) Reporting currency; net debt = interest bearing liabilities minus cash

Source : Bloomberg, JCF, consensus des estimations selon IBES



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

Company	Cur.	Market cap. <sup>1)</sup> 25.07.2005	Equity Value (Price)	
			Earnings Multiples	
			FY2006	FY2007
Trimble Navigation	USD	2'305.9	30.3x	24.8x
Topcon	JPY	1'076.6	n.a.	n.a.
Sokkia	JPY	137.8	n.a.	n.a.
Mettler Toledo	USD	2'694.4	17.5x	16.0x
Intergraph	USD	1'045.3	30.9x	25.7x
Faro Technologies	USD	440.5	21.2x	16.4x
Fugro	EUR	2'266.1	18.6x	15.7x
Black & Decker	USD	9'623.4	13.5x	13.0x
Garmin	USD	7'174.5	22.1x	19.6x
Stanley Works	USD	5'336.3	14.6x	13.3x
<u>Abbreviations</u>			<b>21.1x</b>	<b>18.1x</b>
Cur.: Currency			<b>19.9x</b>	<b>16.2x</b>
<b>Average</b>				
<b>Median</b>				

1) Reporting currency

Source : Bloomberg, JCF, consensus des estimation selon IBES

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

Completion Date	Target	Nat.	Bidder	Nat.	Stake	EV <sup>1)</sup> Transaction	Equity Value <sup>1)</sup> Transaction	Enterprise Value		
								Sales Multiples	EBITDA Multiples	EBIT Multiples
15.01.2004	CST/Berger	US	Stanley Works	US	100.0%	64.0	n.a.	1.0x	n.a.	n.a.
03.09.2002	Raytek	US	Danaher	US	100.0%	75.0	n.a.	1.5x	n.a.	n.a.
16.07.2001	Magellan/NavSol	US	Thales	F	100.0%	70.0	n.a.	0.6x	n.a.	n.a.
03.07.2001	Lifschultz Industries	US	Danaher	US	100.0%	29.9	29.4	1.5x	13.2x	15.9x
14.09.2000	Navia ASA	N	Kongsberg Gruppen	N	100.0%	984.3	786.4	1.2x	14.8x	21.2x
18.07.2000	Spectra Precision	US	Trimble Navigation	US	100.0%	294.0	250.4	1.2x	10.6x	16.1x
<b>Average</b>								<b>1.2x</b>	<b>12.9x</b>	<b>17.8x</b>
<b>Median</b>								<b>1.2x</b>	<b>13.2x</b>	<b>16.1x</b>

### Abbreviations

Nat.: Nationality

n.a.: Not applicable

1) Seller reporting currency

Source : Bloomberg, Factiva, SDC, SEC-Filings