

**Rapport de “Fairness Opinion” à l’attention du Conseil d’administration  
d’Eichhof Holding SA, Lucerne**

relatif à

l’appréciation de l’équité financière de l’offre publique d’acquisition de Heineken Switzerland SA, Coire, Suisse, portant sur toutes les actions nominatives de la société à créer Eichhof Getränke Holding SA, Lucerne, Suisse.

Zürich, le 8 avril 2008

## Sommaire

<b>1</b>	<b>Introduction</b>	<b>4</b>
1.1	Situation	4
1.2	Mandat	4
1.3	Procédure d'évaluation	5
1.4	Bases d'évaluation	5
<b>2</b>	<b>Activité du groupe Eichhof</b>	<b>7</b>
2.1	Aperçu	7
2.2	Domaine d'activité des boissons Eichhof	8
<b>3</b>	<b>Considérations relatives à la valeur du domaine d'activités des boissons Eichhof</b>	<b>10</b>
3.1	Méthode du DCF	10
3.2	Approche de marché	13
<b>4</b>	<b>Conclusion</b>	<b>15</b>
<b>5</b>	<b>Annexes</b>	<b>16</b>
	Annexe 1: Analyse des betas et de la structure de financement	16
	Annexe 2: Multiples de sociétés cotées comparables	17
	Annexe 3: Multiples de transactions comparables	18

## Liste des abréviations

CA	Chiffre d'affaires
CAGR	Compound Annual Growth Rate (taux de croissance annuel moyen)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (ou "MEDAF", Modèle d'évaluation des actifs financiers)
CHF	Franc suisse
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax (résultat opérationnel avant intérêts et impôts)
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (résultat opérationnel avant intérêts, impôts et amortissements d'actifs corporels et incorporels)
EGH	Eichhof Getränke Holding SA
EH	Eichhof Holding SA
EUR	Euro
Mio.	Million(s)
p.a.	per annum (par année)
PwC	PricewaterhouseCoopers SA
SWX	SWX Swiss Exchange
USD	Dollar américain
VE	Valeur d'entreprise (Valeur de l'activité d'exploitation plus actifs hors exploitation, avant soustraction des dettes financières nettes)
WACC	Weighted Average Cost of Capital (ou "CMPC", Coût Moyen Pondéré du Capital)

## **1 Introduction**

### **1.1 Situation**

Le Groupe Eichhof est un consortium mixte comprenant les secteurs d'activité Eichhof Boissons, Datacolor et Eichhof Immobiliers. En 2007, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de CHF 308.9 Mio. Son effectif est d'approximativement 780 collaborateurs. Le Groupe est coté à la bourse suisse.

Le Conseil d'administration de Eichhof Holding SA (« EH ») a décidé d'aliéner le secteur d'activité Eichhof Immobiliers. Par la suite, le Groupe prévoit transférer le secteur d'activité des boissons de la société cotée Eichhof Holding SA, Lucerne, à une nouvelle société non cotée Eichhof Getränke Holding SA.

Dans ce contexte, Heineken Switzerland SA, Coire, Suisse, a émis une offre publique d'acquisition pour toutes les actions nominatives de la future Eichhof Getränke Holding SA, Lucerne, Suisse (« EGH »), d'une valeur nominale de CHF 1.- chacune.

Le secteur d'activité des boissons d'Eichhof inclut les sociétés non cotées Brauerei Eichhof SA, Bier-Import SA et Eichhof Getränke SA, qui a son tour détient Kellerei St. Georg SA, la SA « Der fliegende Harass » ainsi que Ulmer & Knecht SA. Ces sociétés seront transférées à Eichhof Getränke Holding SA lors de sa fondation.

L'offre d'acquisition sous-entend la conclusion d'un Share Purchase Agreement ainsi que d'un Transaction Agreement entre EH et la société mère de l'offrant, Heineken International B.V. Dans ce cadre, EH et ses principaux actionnaires se sont engagés envers Heineken International B.V. à apporter leur participation de 48.8% du capital action et des droits de votes à la nouvelle entité Eichhof Getränke Holding SA.

Le prix offert par Heineken Switzerland SA pour les actions nominatives de la future EGH s'élève à CHF 1'657.30 par action. Une fois multiplié par le nombre d'actions de la société (168'044), ce prix correspond à un montant total des fonds propres de CHF 278.5 Mio. La valeur d'entreprise atteint CHF 290 Mio., si l'on additionne la valeur des dettes de EGH reprises par Heineken Switzerland SA de CHF 11.5 Mio. La valeur d'entreprise (« VE ») reflète la valeur de l'activité d'exploitation plus actifs hors exploitation, avant soustraction des dettes financières nettes.

### **1.2 Mandat**

Le Conseil d'administration de EH a chargé PricewaterhouseCoopers SA ("PwC") d'établir un rapport de Fairness Opinion relatif à l'équité financière de l'offre publique d'achat décrite ci-dessus, du point de vue de l'actionnaire publique. Les résultats de nos analyses sont présentés dans ce document. Cette Fairness Opinion est destinée à être publiée.

La Fairness Opinion doit, en tant qu'avis indépendant, donner au Conseil d'administration et aux actionnaires de EH et de la future EGH l'assurance que le prix offert est équitable d'un point de vue financier.

Ce rapport ne constitue pas une recommandation d'acceptation ou de refus de 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.

### **1.3 Procédure d'évaluation**

Pour apprécier le prix offert, PwC a procédé à une analyse détaillée des considérations relatives à la valeur de EGH. Le résultat des analyses conduit à des fourchettes de valeur pour la VE, la valeur des fonds propres et la valeur par action nominative de EGH, dans laquelle devrait se situer une offre de prix plausible et considérée comme équitable.

L'analyse relative à la valeur de EGH se base sur une situation „Stand-alone“. De ce fait, les synergies et les coûts d'intégration qui pourraient résulter de la transaction ne sont pas considérés.

Notre analyse se base sur la valeur de EGH. L'incidence, notamment fiscale, qui peut résulter de la transaction pour chaque actionnaire n'est pas considérée dans notre analyse. Une telle analyse serait difficilement réalisable compte tenu de la situation spécifique de chaque actionnaire.

Les fourchettes de valeur de EGH sont déterminées à l'aide de la méthode du Discounted Cash Flow („DCF“). Ces fourchettes sont validées par l'utilisation d'une approche marché, c'est-à-dire par l'étude des multiples de sociétés cotées comparables et de transactions ayant impliqué des sociétés similaires.

### **1.4 Bases d'évaluation**

Dans le cadre de notre évaluation, nous nous sommes basés sur les éléments suivants:

- Informations publiques concernant EH et EGH jugées importantes pour l'analyse, y compris les rapports annuels, les rapports d'analystes, les communiqués de presse et les articles de journaux;
- Informations financières internes établies par la direction de EH qui ont été jugées importantes pour l'analyse, y compris le budget 2008 et le plan d'affaires 2009 à 2010 pour EGH;
- Informations relatives à EH jugées importantes pour l'analyse, y compris les états financiers 2005 à 2007 ;
- Entretiens avec le management et le Conseil d'administration de EH concernant la situation du marché actuelle et attendue, la situation financière et les résultats de EH et EGH, les perspectives de l'entreprise, les facteurs d'accroissement de valeur et les hypothèses retenues lors de l'établissement des projections ;
- Analyses de marché de Pictet & Cie („La performance des actions et obligations en Suisse « 1926-2007 », mise à jour en janvier 2008), Ibbotson Associates („2007 Yearbook“), Damodaran (betas et coût du capital par branche) et Valmetrics (Industry Multiples Global Report, décembre 2007) ;

- Données du marché des capitaux et données financières concernant EH, EGH ainsi que des sociétés cotées comparables, émanant principalement de Bloomberg ;
- Données relatives à des transactions considérées comme comparables, émanant principalement des bases de données Mergermarket et Bloomberg.

Les informations et réflexions présentées dans ce document se fondent sur les informations disponibles à la date de l'évaluation et peuvent être sujettes à modifications. Dans le cadre de son travail, PwC n'a procédé à aucune révision au sens de la loi et n'a pas effectué de Due Diligence. PwC n'a vérifié ni l'information fournie par EH ni les informations publiques et a considéré celles-ci comme complètes et exactes.

## 2 Activités du groupe Eichhof

### 2.1 Aperçu

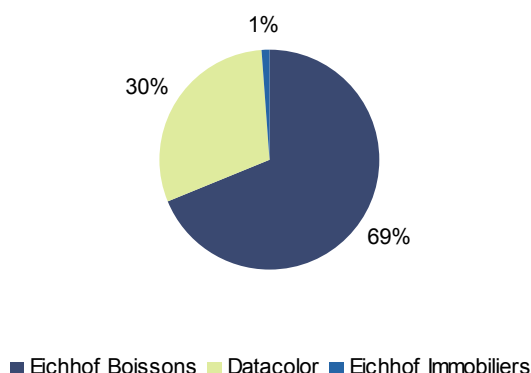
Tel que mentionné dans l'introduction, le groupe Eichhof s'organise autour de trois domaines d'activités:

- **Boissons Eichhof** (Fabrication et distribution de boissons en Suisse, voir paragraphe 2.2)
- **Datacolor** (Systèmes et solutions sur mesure pour le réglage, la mesure, les contrôles qualités et la communication dans le cadre de la gestion de la couleur, tout au long de la chaîne allant de la production jusqu'au marketing. Datacolor est le deuxième fournisseur mondial de solutions pour la gestion de la couleur. Au cours de l'exercice 06/07, il a réalisé un chiffre d'affaires brut de 89.0 Mio, en augmentation de 3.2% par rapport à l'année précédente. L'EBIT a progressé de 34.2% pour s'établir à un niveau de CHF 7.8 Mio.).
- **Eichhof Immobiliers** (Gestion d'un portefeuille immobilier comprenant des immeubles de placement ainsi que 57'000 mètres carrés de terrains à bâtir pour de nouveaux projets de construction. Durant l'exercice 06/07, les revenus de loyer se sont élevés à CHF 2.7 Mio., en augmentation de 15.0% par rapport à l'exercice précédent. L'EBIT a progressé de 7% atteignant CHF 0.2 Mio).

Dans son ensemble, le Groupe a réalisé au cours de l'exercice 06/07 un chiffre d'affaires de l'ordre de CHF 309 Mio, en augmentation de 4.7% par rapport à l'année précédente (2006: + 7.4%). L' EBIT du Groupe a atteint CHF 20.8 Mio. (CHF 18.0 Mio. en 2006).

La majorité du chiffre d'affaires brut (69%) a été réalisé par le secteur des boissons de Eichhof (CHF 217.6 Mio.), alors que les secteurs Datacolor et Eichhof Immobiliers ont respectivement contribué à hauteur de 30% (CHF 89.0 Mio.) et de 1% (CHF 2.7 Mio.). Le graphique suivant présente la répartition du chiffre d'affaires par domaines d'activités.

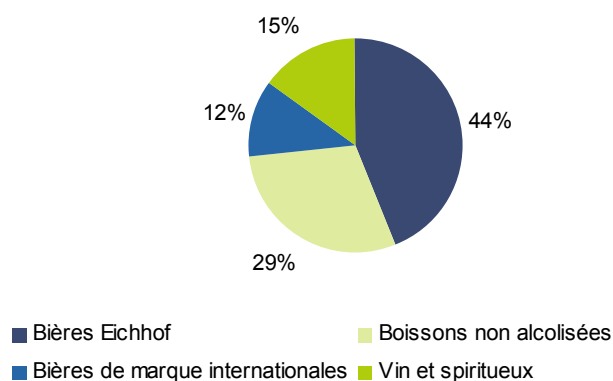
Répartition du chiffre d'affaires 2007



## 2.2 Secteur d'activité des boissons Eichhof

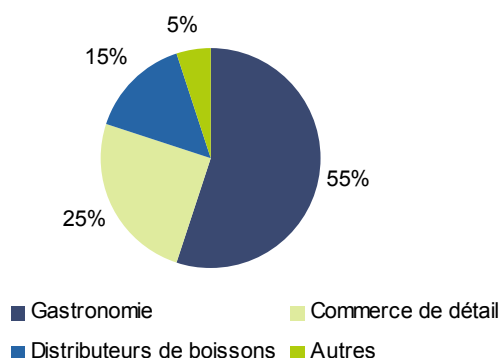
Le secteur d'activité des boissons de Eichhof est premier lieu actif dans la production et la distribution de bières (diverses bières de la marque Eichhof ainsi que bières sous licences, telles que « Miller Genuine Draft » ou « Clausthaler »). D'autre boissons commercialisées incluent les eaux minérales, les boissons sucrées, les vins, les spiritueux ainsi que les grandes marques internationales de bière (ex. « Löwenbräu München », « Beck's »). Le graphique suivant illustre la répartition du chiffre d'affaires par assortiment :

Répartition du chiffre d'affaires par assortiment



Les produits cités ci-dessus sont principalement distribués à travers les canaux de la gastronomie, du commerce de détail, des distributeurs de boissons ainsi que d'autres canaux de ventes. La répartition des ventes par canal de distribution se présente comme suit :

Répartition du chiffre d'affaires par canal de distribution



En 2007, le chiffre d'affaires brut de EGH a progressé de 5.9%, atteignant CHF 217.6 Mio. Au niveau des bières Eichhof, cette progression a été de 5.1%, deux fois supérieure à la moyenne du marché suisse de la bière. Suite à cette croissance, la part de marché de EGH se situe autour de 10% à 11%. Le chiffre d'affaire des autres assortiments a également connu une croissance, avec pour effet une augmentation de l'EBIT de CHF 16.1 Mio. (+12.1%) par rapport à l'année précédente, pour une marge EBIT de 8.2% (année précédente : 7.8%).



Géographiquement, le secteur des boissons de Eichhof s'est d'abord développé dans la zone de croissance stratégique se délinéant autour de Zürich, Bâle, Berne et du Tessin, pour ensuite s'étendre dans l'ouest de la Suisse.

Jusqu'à quand une telle croissance peut être atteinte reste chose incertaine. De manière générale, les prévisions pour le marché suisse (comme par exemple pour le marché allemand) penchent vers une tendance à la stagnation, voir baisse, de la consommation de bière. Les nouvelles lois visant la consommation d'alcool moyenne des jeunes, ainsi que l'interdiction de la fumée dans les restaurants et bars ont, selon la direction de EH, une influence négative sur la consommation et donc les ventes de bière. A cela s'ajoute le faible positionnement du secteur des boissons de Eichhof face au commerce de détail, qui est le canal de distribution bénéficiant du plus gros potentiel de croissance. Selon la direction de EH, une diversification géographique de Eichhof n'est pas réaliste car la Suisse n'est pas reconnue comme « pays de la bière » au niveau international. La position géographique de la Suisse n'est en outre pas idéale pour une telle diversification. Les prévisions pour Eichhof laissent donc croire à une réduction de la croissance, voire stagnation, du chiffre d'affaires de boissons.

### **3 Considérations relatives à la valeur du domaine d'activités des boissons Eichhof**

La détermination de la valeur d'entreprise de EGH repose sur les méthodes suivantes:

- Méthode du Discounted Cash Flow;
- Approche de marché basée sur la comparaison avec des entreprises cotées comparables ainsi que des analyses de transactions similaires.

Les fourchettes de valeur pour la VE, la valeur des fonds propres et la valeur par action nominative de EGH sont déterminées selon la méthode du DCF qui constitue la principale méthode sur laquelle reposent nos conclusions. Des données déterminées au moyen de l'approche de marché ont été utilisées afin de vérifier la plausibilité des résultats obtenus par la méthode DCF.

#### **3.1 Méthode du DCF**

Selon l'approche théorique pour l'évaluation d'investissements, la valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux qui tient compte des risques et de la valeur de l'argent dans le temps.

Dans la pratique, cette valeur est estimée sur la base des cash-flows libres futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût du capital. Les cash-flows libres correspondent aux cash-flows bruts opérationnels après déduction des investissements relatifs aux actifs immobilisés et au fonds de roulement. Le coût du capital est estimé sur la base du coût des fonds propres et des dettes, l'estimation du coût des fonds propres reposant sur le modèle du marché du Capital Asset Pricing Model («CAPM»).

La valeur d'entreprise opérationnelle est obtenue par la somme des cash-flows libres futurs escomptés additionnée à la valeur résiduelle. Cette dernière sous-entend une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme. La valeur d'entreprise résulte de la somme de la valeur d'entreprise opérationnelle et de la valeur des actifs hors exploitation (p. ex. liquidités excédentaires).

Pour l'évaluation de EGH selon la méthode du DCF, les cash-flows libres futurs ont été estimés sur la base du budget 2008 et du plan d'affaires 2009 à 2010. Ce scénario de base „Management Case“ a été complété par un scénario alternatif „Growth-Case“ afin d'analyser la sensibilité de la valeur d'entreprise de EGH à des variations de ses principaux facteurs d'accroissement de valeur.

Dans le calcul de la valeur résiduelle (à partir de 2011), les cash-flows libres durables sont capitalisés à l'infini au taux du coût du capital, en tenant compte d'une croissance durable (formule dite de continuité de l'exploitation<sup>1</sup>). Pour ce calcul, nous avons retenu un taux de croissance durable de 1.0% p.a. (voir aussi paragraphe 2.2 ci-dessus), alors que le taux d'actualisation demeure inchangé par rapport à la période prévisionnelle.

Les cash-flows libres durables ont été entre autres basés sur le chiffre d'affaires ressortant des dernières projections (2010), multiplié par le taux de croissance durable de 1.0% ainsi

---

<sup>1</sup> Valeur résiduelle = cash-flow libre durable / (WACC – taux de croissance durable)

que par une marge EBITDA de 13.0%. Cette marge a été discutée avec le management de EH et considérée atteignable de manière durable.

Le taux d'actualisation qui s'applique pour la capitalisation des cash-flows libres correspond au coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital – «WACC»). Ce dernier se compose du coût des fonds propres et de celui de la dette, après impôts. Le coût des fonds propres regroupe deux composantes: le taux d'intérêt hors risques et la prime de risque pour fonds propres. L'estimation de la prime de risque pour fonds propres repose sur le modèle d'évaluation des actifs financiers («CAPM»), selon lequel la prime de risque spécifique à une entreprise résulte de la prime de risque du marché multipliée par le «levered» beta. Le «levered» beta est une mesure du risque d'une entreprise par rapport au marché et dépend entre autres de sa structure de financement spécifique. Le coût de la dette se compose d'un taux d'intérêt hors risques et d'une prime de risque supplémentaire. Cette prime de risque tient compte du fait qu'une entreprise ne peut pas emprunter des fonds au taux d'intérêt hors risques mais doit, en raison du risque inhérent à l'entreprise, payer aux bailleurs de fonds un supplément d'intérêt.

Le WACC pour EGH a été estimé à 8.60%, sur la base d'un coût des fonds propres de 9.23% et d'un coût de la dette (après impôts) de 3.04%.

Les différents paramètres utilisés pour le calcul du WACC sont brièvement présentés ci-dessous:

#### **Taux d'intérêt hors risque**

Taux d'intérêt hors risque de 3.30% estimé sur la base du rendement à fin mars des emprunts de la Confédération suisse libellés en CHF sur une durée de 20 ans.<sup>2</sup>

#### **Prime de risque du marché**

Le calcul du coût moyen pondéré du capital considère une prime de risque du marché de 5.00%. Celle-ci se base sur l'écart entre le rendement moyen du marché des actions et celui des obligations suisses depuis 1926.<sup>3</sup> Pour le calcul de la prime de risque du marché, une majoration de 0.50% a été considérée sur l'écart entre le rendement des actions et celui des obligations dans la mesure où le calcul initial repose sur un échantillon d'obligations émises par différents débiteurs suisses plutôt que sur des obligations d'Etat.

#### **Prime pour petite capitalisation**

La prime pour petite capitalisation reflète les attentes de risques et de rendements supplémentaires du marché pour un investissement dans une entreprise petite ou moyenne. La prime correspond à la différence entre le rendement observé à long terme des petites capitalisations et le rendement empirique de ces entreprises selon le CAPM. La prime de 2.30% retenue dans notre analyse ressort d'une étude annuelle établie par Ibbotson Associates<sup>4</sup> ainsi que sur des études internes à PwC.

<sup>2</sup> Source: Banque Nationale Suisse

<sup>3</sup> Source: Pictet & Cie.: La performance des actions et obligations en Suisse (1926-2007), janvier 2008.

<sup>4</sup> Source: Ibbotson Associates, 2007 Yearbook.

**Beta**

Le « levered » Beta est dérivé du Beta « unlevered » et est ajusté en fonction de la structure de financement de la société<sup>5</sup>. Le beta « unlevered » est estimé sur la base de celui des entreprises cotées similaires et du beta de l'industrie. Le beta retenu de 0.65 a été estimé sur la base de la valeur médiane des betas d'entreprises comparables. Le détail des betas des entreprises comparables est fourni à l'annexe 1.

**Structure de financement**

Une structure du capital à long terme avec un taux d'endettement (net) de 10.3% a été estimée sur la base de la structure de financement moyenne des entreprises cotées comparables ainsi que sur la moyenne de l'industrie de la boisson déterminée par Damodaran. Des informations complémentaires concernant la structure de financement des entreprises cotées comparables sont fournies à l'annexe 1.

**Coût de la dette**

Selon les estimations du management de EH, le taux d'intérêt de la dette de EGH s'élève à 3.75% en moyenne. Ces estimations reposent sur les taux d'intérêts de la dette à court terme (1-5 mois) qui varient entre 3.1% et 3.3%, ainsi que sur les taux d'intérêts des avances à terme fixe à plus long terme allant de 3.61% (décembre 2009) à 3.86% (octobre 2012). Pour l'estimation du coût de la dette, nous avons supposé que la structure de financement de EGH ne connaîtrait pas de changements significatifs dans le temps.

**Taux d'imposition**

Sur la base des discussions avec la direction de EH ainsi que des indications fournies par le bureau de contribution du canton Lucerne, nous avons retenu pour le calcul du WACC un taux d'imposition effectif prévisionnel à moyen terme de 18.89%.

Afin de vérifier la plausibilité de la valeur obtenue par la méthode du DCF, PwC a procédé à des analyses de sensibilité en faisant varier différents paramètres (coût du capital, marge EBITDA utilisée dans la valeur résiduelle et taux de croissance utilisé dans le calcul de la valeur résiduelle). Les principaux enseignements tirés de ce calcul sont les suivants:

**Analyse de sensibilité**

Variation du coût du capital	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Impact sur la valeur de l'entreprise	14.04%	6.53%	0.00%	-5.72%	-10.78%
Variation du taux de marge EBITDA dans la valeur résiduelle	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Impact sur la valeur de l'entreprise	-9.46%	-4.73%	0.00%	4.73%	4.96%
Variation de la croissance à l'infini dans la valeur résiduelle	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Impact sur la valeur de l'entreprise	-9.39%	-4.98%	0.00%	5.69%	12.23%

Les principaux facteurs d'accroissement de la valeur opérationnelle de EGH (croissance du chiffre d'affaires, marge EBITDA, niveau d'investissement, variation du fonds de roulement) ont été comparés aux données des sociétés comparables et jugés plausibles sur cette base.

<sup>5</sup> Unlevered Beta = Levered Beta / (1+(dette nette/fonds propres)). Les dettes nettes correspondent aux dettes financières après déduction des liquidités non opérationnelles (hypothèse: liquidités opérationnelles = 0.53% du chiffre d'affaires). Source des betas des entreprises cotées comparables: Bloomberg, 08.04.2008. Source du beta de l'industrie: Damodaran Homepage, 08.04.2008.

La valeur d'entreprise de EGH obtenue par l'évaluation sur la base de la méthode du DCF ainsi que des analyses de sensibilité est estimée dans une fourchette entre CHF 190 Mio. et CHF 210 Mio.

En complément au scénario de base „Management-Case“, PwC a effectué une évaluation de EGH selon un scénario alternatif „Growth-Case“. Pour ce scénario, la période de projections a été étendue de deux années à 2012. Au niveau du chiffre d'affaires, le scénario « Growth-Case » prévoit une augmentation moyenne de 5.3% p.a. entre 2008 et 2012 (scénario « Management-Case » : augmentation du chiffre d'affaires entre 2008 et 2010 de 3.9% p.a. en moyenne), réalisée grâce à un investissement dans une installation d'embouteillage d'un montant total de CHF 15 Mio. (uniformément réparti sur la période 2009 à 2011). La marge EBITDA moyenne a été fixée constante et égale à 13% pour toute la période de projections (2008 à 2012). Pour le reste, les mêmes paramètres du scénario de base « Management-Case » ont été pris en compte et des analyses de sensibilité semblables ont été effectuées.

Pour le scénario « Growth-Case », la plausibilité de la valeur obtenue par la méthode du DCF a également été vérifiée au travers d'analyses de sensibilité, en faisant varier les paramètres du coût du capital, de la marge EBITDA utilisée dans la valeur résiduelle et du taux de croissance utilisé dans le calcul de la valeur résiduelle. Les principaux résultats de cette analyse se présentent ainsi:

#### Analyse de sensibilité

Variation du coût du capital	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Impact sur la valeur de l'entreprise	15.51%	7.21%	0.00%	-6.31%	-11.87%
Variation du taux de marge EBITDA dans la valeur résiduelle	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Impact sur la valeur de l'entreprise	-8.03%	-4.01%	0.00%	4.01%	8.03%
Variation de la croissance à l'infini dans la valeur résiduelle	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Impact sur la valeur de l'entreprise	-8.93%	-4.74%	0.00%	5.41%	11.63%

La valeur d'entreprise de EGH résultant de l'évaluation selon le scénario « Growth-Case » est estimée dans une fourchette de CHF 220 Mio. à CHF 240 Mio.

### 3.2 Approche de marché

L'approche de marché repose sur une comparaison avec des entreprises cotées similaires. Dans le cadre de cette méthode, la valeur de marché des entreprises cotées comparables, estimée sur la base des cours de bourse actuels, est mise en relation avec les chiffres-clés de chaque entreprise cotée. Les multiples en résultant sont ensuite appliqués aux chiffres-clés de l'entreprise à évaluer, afin d'estimer la valeur de marché de celle-ci.

Les entreprises cotées comparables ont été sélectionnées parmi les entreprises cotées sur les bourses américaines et européennes et pouvant être comparées à EGH. Les critères de comparabilité utilisés sont en premier lieu l'appartenance à la branche, la répartition géographique des activités (essentiellement en Europe), ainsi que les activités déployées le long de la chaîne de création de valeur.

Pour l'évaluation de EGH par l'approche de marché, les valeurs des sociétés comparables (capitalisations boursières 08.04.2008 plus dettes financières nettes) ont été mises en relation avec l'EBITDA et l'EBIT de chacune d'entre elles pour les années 2007, 2008 et 2009. Les résultats estimés des années 2008 et 2009 reposent sur la moyenne des estimations des

analystes financiers. La médiane et la moyenne des multiples en résultant a ensuite été appliquée à l'EBITDA et à l'EBIT actuels et projetés de EGH. Pour ce calcul, l'EBITDA et l'EBIT ressortant du business plan de EGH discuté avec la direction de EH ont été retenus. Les multiples basés sur le chiffre d'affaires n'ont pas été considérés en raison de la faible comparabilité entre les marges de EGH et celles des sociétés comparables conduisant à des valeurs d'entreprise irréalistes.

Les multiples des sociétés cotées comparables sont présentés à l'annexe 2.

Sur la base de l'approche des multiples de sociétés cotées comparables, la valeur d'entreprise de EGH est estimée dans une fourchette de CHF 170 Mio. à CHF 210 Mio.

En complément à l'analyse des multiples dérivés des capitalisations boursières, une recherche de transactions comparables ayant eu lieu au cours des trois dernières années a été effectuée. En fonction des prix payés, les multiples d'EBITDA et d'EBIT ont été déterminés comme pour l'approche sur les sociétés cotées et sont venus compléter l'analyse. Contrairement aux multiples de sociétés cotées comparables, les multiples de transactions comparables peuvent être influencés par le paiement d'une prime de contrôle, pouvant induire une distorsion de la représentativité des résultats obtenus. Ce facteur doit être pris en considération dans la présente évaluation. En effet, l'échantillon retenu pour EGH comporte des transactions impliquant des sociétés actives dans des régions ayant une croissance significativement plus élevée par rapport à la moyenne suisse ainsi que des sociétés détenant des marques à forte notoriété (Premium Brands).

Sur la base de l'approche des transactions comparables, la valeur d'entreprise de EGH est estimée dans une fourchette de CHF 240 Mio. à CHF 300 Mio.

Les multiples de transactions comparables sont présentés à l'annexe 3.

En résumé, sur la base de l'approche de marché, la valeur d'entreprise de EGH est estimée dans une fourchette de 170 Mio. à CHF 300 Mio. Les fourchettes de VE pour EGH obtenues à l'aide de la méthode du DCF (CHF 190 Mio. à CHF 210 Mio. pour le scénario Management-Case et CHF 220 Mio. à CHF 240 Mio. pour le scénario Growth-Case) se situent ainsi à l'intérieur de la fourchette de valeur dérivée sur la base de l'approche de marché.

## 4 Conclusion

Sur la base des analyses et des considérations de valeur exposées dans la présente Fairness Opinion, nous estimons que la valeur d'entreprise de EGH sur base « Stand alone » se situe dans une fourchette de **CHF 190 Mio. à CHF 210 Mio.** Après retranchement des dettes financières de EGH s'élevant à CHF 11.5 Mio., la valeur des fonds propres de EHG sur base « Stand alone » se situe dans une fourchette de **CHF 178.5 Mio. à CHF 198.5 Mio.** Divisé par les 168'044 actions de EGH, cette fourchette exprime une valeur par action nominale de EGH de **CHF 1'062.20 à CHF 1'181.25.**

Compte tenu de ce qui précède, nous estimons le montant de l'offre d'acquisition proposée par Heineken Switzerland AG aux actionnaires de EH pour la société à créer EGH, s'élevant à **CHF 1'657.30** par action nominale, comme étant juste et équitable d'un point de vue financier.

Veuillez agréer, Messieurs, l'expression de nos salutations distinguées.

PricewaterhouseCoopers SA



Markus Bucher



Martin Schilling

## 5 Annexes

### Annexe 1: Analyse des betas et de la structure de financement

Sociétés comparables			Données de marché			Structure de capital		Beta	
Société	Monnaie	Fonds propres (1)	Monnaie locale en Mio. Dette financière (2)	Liquidités excédentaires (3)	Dette financière nette	Dette nette/ Fonds propres	Dette nette/ VE	Levered beta ajusté (4) 3 ans	Unlevered beta ajusté (4) 3 ans
Actris AG	EUR	165	8	29	-21	-12%	-14%	0.37	0.42
Duvel Moortgat	EUR	232	16	25	-9	-4%	-4%	0.57	0.59
Heineken NV	EUR	18840	2676	758	1918	10%	9%	0.71	0.65
Inbev SA	EUR	35629	6703	1433	5270	15%	13%	0.95	0.82
Federico Paternina SA (5)	EUR	46	5	0	5	11%	10%	0.51	0.46
Park & Bellheimer AG	EUR	8	3	5	-2	-23%	-30%	0.45	0.58
Young & Company Brewery PLC (5)	GBP	231	102	0	102	44%	31%	0.38	0.26
Harboes Bryggeri A/S	DKK	810	73	20	53	7%	6%	0.72	0.68
Carlsberg AS-B	DKK	48192	23254	2067	21187	44%	31%	0.80	0.56
Sabmiller PLC	GBP	16789	7231	416	6815	41%	29%	1.12	0.79
Moyenne						10%	5%	0.76	0.67
Médiane						8%	8%	0.72	0.65
Beta de l'industrie (6)									0.81
Beta retenu									0.65

• Multiples non considérés dans les calculs de moyenne et médiane

(1) Capitalisation boursière, Bloomberg, 08.04.2008

(2) Dette financière = somme de la dette portant intérêt, des leasings et des autres dettes hors bilan

(3) Liquidités hors exploitation

(4) Source: Bloomberg, 08.04.2008

(5) Non considéré car significativement inférieur aux valeurs de l'industrie, en raison de la faible liquidité du titre

(6) Source: Damodaran Homepage, 08.04.2008



**Annexe 2: Multiples de sociétés cotées comparables**

Sociétés	Monnaie	Dette financière	Liquidités	Dette financière nette	Valeur d'entreprise (VE)	VE/Chiffre d'affaires			VE/EBITDA			VE/EBIT		
(Chiffres en millions)						2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
1 Actris AG	EUR	8	29	-21	147	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2 Duvel Moortgat	EUR	16	25	-9	223	2.6x	2.4x	2.2x	8.2x	7.7x	7.2x	12.3x	11.8x	10.7x
3 Heineken NV	EUR	2'676	820	1'856	21'238	1.7x	1.5x	1.3x	8.3x	7.1x	6.4x	12.2x	10.2x	9.0x
4 Inbev SA	EUR	6'703	1'503	5'200	42'114	2.9x	2.7x	2.6x	8.6x	7.8x	7.3x	11.1x	9.9x	9.2x
5 Federico Paternina SA	EUR	5	0	5	51	2.2x	2.0x	1.9x	n/a	-146.4x	-35.8x	n/a	-30.5x	448.2x
6 Park & Bellheimer AG	EUR	3	5	-2	6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
7 Young & Company Brewery	GBp	102	1	101	332	2.6x	2.6x	2.5x	14.7x	11.8x	11.3x	20.4x	15.8x	15.0x
8 Harboes Bryggeri A/S	DKK	73	27	46	857	0.6x	0.6x	0.6x	4.3x	5.6x	5.3x	8.9x	19.3x	14.4x
9 Carlsberg AS-B	DKK	23'254	2'283	20'971	70'486	1.6x	1.4x	1.2x	8.8x	6.9x	6.1x	14.2x	10.4x	8.6x
10 Sabmiller PLC	GBp	7'231	481	6'750	24'134	1.4x	1.3x	1.2x	6.0x	5.3x	4.8x	7.6x	6.5x	5.9x
Moyenne						2.0x	1.8x	1.7x	8.4x	7.5x	6.9x	12.4x	12.0x	10.4x
Médiane						1.9x	1.8x	1.6x	8.3x	7.1x	6.4x	12.2x	10.4x	9.2x

..... Multiples non considérés dans les calculs de moyenne et médiane

Sources: Bloomberg 08.04.2008, rapports annuels, rapports d'analystes etc.

**Annexe 3: Multiples de transactions comparables**

Date d'annonce	Date de clôture	Société cible	Pays	Acquéreur	Monnaie	VE (Mio.)	VE/CA	VE/EBITDA	VE/EBIT
19.11.2007	05.02.2008	Royal Grolsch N.V	Pays-Bas	SABMiller PLC	EUR	878	2.8	15.0	34.2
03.08.2007	09.01.2008	Browar Belgia Sp. z o. o	Pologne	Kompania Piwowarska SA	EUR	65	1.1	n/a	n/a
14.11.2007	13.11.2007	New Century Inns Ltd	Royaume Uni	Greene King plc	EUR	46	n/a	10.9	n/a
01.02.2007	29.03.2007	Lakeport Brewing Income Fund	Canada	Labatt Brewing Company Ltd	EUR	137	1.3	11.8	14.3
01.11.2006	01.11.2006	Grupo Alhambra	Espagne	Grupo Mahou-San Miguel	EUR	200	2.6	n/a	n/a
08.11.2005	30.09.2006	George Gale and Company Limited	Royaume Uni	Fuller Smith & Turner PLC	EUR	142	2.5	15.2	19.6
15.06.2006	05.09.2006	Hardys & Hansons plc	Royaume Uni	Greene King plc	EUR	398	3.3	15.5	18.9
13.04.2006	09.08.2006	Quilmes Industrial SA (Quinsa) (34.46% stake)	Argentine,Luxembourg	InBev SA	EUR	3'031	3.8	9.4	12.8
16.03.2006	06.04.2006	Union de Cervecerias Peruanas B. (85.52% stake)	Perou	Racetrack Peru LLC	EUR	2'258	1.4	n/a	n/a
19.07.2005	06.12.2005	Grupo Empresarial Bavaria	Colombie	SABMiller PLC	EUR	6'392	4.6	11.3	14.1
22.08.2005	30.09.2005	The Belhaven Group plc	Royaume Uni	Greene King PLC	EUR	378	2.2	11.0	12.5
17.08.2005	30.09.2005	Ivan Taranov Breweries (ITB)	Russie	Heineken NV	EUR	456	n/a	18.7	n/a
02.09.2005	02.09.2005	K.K. Brewery (30.00% stake)	Chine	InBev SA	EUR	49	n/a	4.1	n/a
06.07.2005	01.08.2005	Stepan Razin Brewery	Russie	Heineken NV	EUR	101	1.7	n/a	n/a
21.03.2005	14.06.2005	Shaw Wallace & Company (55.00% stake)	Inde	McDowell & Company Ltd	EUR	226	1.3	24.9	35.7
27.04.2005	20.05.2005	Jennings Brothers plc	Royaume Uni	Marston's PLC	EUR	98	3.7	12.7	15.0
04.04.2005	30.04.2005	Perla-Browary Lubelskie SA (48.00% stake)	Pologne	Royal Unibrew A/S	EUR	30	1.0	n/a	n/a
03.12.2004	06.01.2005	Burtonwood Brewery Plc	Royaume Uni	Marston's Plc	EUR	225	2.8	9.5	12.6
28.10.2004	08.11.2004	Hunan Debier Brewery Company (45.00% stake)	Chine	InBev SA	EUR	32	n/a	7.7	n/a
28.12.2007	Pendent	Quilmes Industrial SA (8.82% stake)	Argentine,Luxembourg	Cia. de Bebidas das Americas	EUR	2'969	3.4	8.8	11.3
20.11.2007	Pendent	Elidis Boissons Services S.A.	France	Centrale Europeenne de distr.	EUR	118	0.2	n/a	n/a
21.11.2006	Pendent	W.H. Brakspear & Sons plc (70.10% stake)	Royaume Uni	J.T.D. Investments Limited	EUR	153	8.9	20.2	21.5
09.11.2006	Pendent	Quilmes Industrial SA (Quinsa) (8.82% stake)	Argentine,Luxembourg	Beverage Associates Holding	EUR	3'054	3.1	7.9	10.0
25.10.2005	Pendent	Union de Cervecerias Peruanas B. (3.00% stake)	Perou	Racetrack Peru LLC	EUR	2'276	9.6	n/a	30.1
03.06.2005	Pendent	Jinro Co., Ltd.	Corée du Sud	Hite Brewery Co Ltd. usw.	EUR	2'743	5.6	n/a	20.0
							<b>3.2</b>	<b>12.6</b>	<b>18.8</b>
							<b>2.8</b>	<b>11.3</b>	<b>15.0</b>

Sources: Mergermarket, 08.04.2008 Bloomberg