



*Schulthess Group SA  
KPMG SA  
18 avril 2011*

**Schulthess Group SA**

**Fairness opinion**

**à l'attention du conseil d'administration de**

**la société Schulthess Group SA**

Appréciation de l'équité financière de l'offre publique  
d'acquisition de la société NIBE Industrier AB,  
Markaryd, Suède, pour la société Schulthess Group SA,  
Bubikon, Suisse

KPMG SA  
Zurich, le 18 avril 2011

## **Table des matières**

<b>1</b>	<b>Introduction</b>	<b>5</b>
1.1	Contexte	5
1.2	Mandat du comité indépendant d'administrateurs de Schulthess Group	6
1.3	Mode d'évaluation	7
1.4	Bases	7
<b>2</b>	<b>Profil d'entreprise de Schulthess Group</b>	<b>8</b>
2.1	Vue d'ensemble	8
2.2	Domaine d'activité Technique de chauffage/Technique de refroidissement	10
2.3	Domaine d'activité Technique de lavage/Technique des bâtiments	11
2.4	Stratégie et projection financière	11
<b>3</b>	<b>Considérations relatives à la valeur de Schulthess Group</b>	<b>14</b>
3.1	La méthode DCF	14
3.2	Évaluation du marché	17
3.2.1	Évaluation du marché en référence à des entreprises cotées comparables	17
3.2.2	Évaluation du marché en référence à des transactions comparables	18
<b>4</b>	<b>Conclusion de la fairness opinion</b>	<b>20</b>
	<b>Annexes</b>	<b>22</b>
	Annexe I : Détermination du coût moyen pondéré du capital WACC	22
	Annexe II : Analyse de sensibilité DCF	23
	Annexe III : Présentation succincte des entreprises de référence	24
	Annexe IV : Détermination du facteur beta	27
	Annexe V : Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables	28
	Annexe VI : Multiplicateurs de transactions d'entreprise comparables	29

## **Table des illustrations**

Illustration 1: Structure actuelle du Schulthess Group .....	8
Illustration 2: Chiffre d'affaires de Schulthess Group selon les marchés géographiques (2010) .	9
Illustration 3: Évolution du chiffre d'affaires de Schulthess Group par segment (2008 à 2010)..	9
Illustration 4: Évaluation du marché en référence à des entreprises cotées comparables .....	18
Illustration 5: Le résumé des résultats de l'évaluation .....	20

## **Table des tableaux**

Tableau 1 : Hypothèses de planification .....	12
---	----

## Définitions

Offre	Contre-valeur de CHF 59.2 par action nominative de Schulthess Group au moment de l'annonce préalable, composés de : <ul style="list-style-type: none"><li>• une composante en espèces de CHF 36.0 et</li><li>• une composante en actions constituée de 1.537418 actions de catégorie B sans valeur nominale de NIBE. Sur la base du cours moyen, pondéré en fonction du volume, des 60 derniers jours de bourse avant l'annonce préalable (SEK 103.12) de l'action de catégorie B de NIBE ainsi que du cours de change SEK/CHF le dernier jour de bourse avant l'annonce préalable (0.146317), cette composante en actions correspond à une contre-valeur de CHF 23.2.</li></ul>
Distribution de la réserve	
issue des apports de capital	CHF 1.2 par action nominative de Schulthess Group. Correspond à une distribution totale de CHF 12.8 mio.
Jour d'évaluation	15 avril 2011
Position financière nette	Comprend les liquidités déduction faite des obligations porteuses d'intérêt au 31 mars 2011, soit CHF 30.0 mio.
Valeur de l'entreprise	Représente la valeur de l'entreprise opérationnelle
Offre de reprise	Offre publique de reprise de NIBE Industrier AB du 20 avril 2011 portant sur tous les actions nominatives de Schulthess Group détenues par les actionnaires

## Abréviations

SA	Société anonyme
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Francs suisses
DCF	Discounted Cash Flow
DE	Allemagne
DK	Danemark
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (résultat avant intérêts et impôts)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (résultat avant intérêts, impôts, amortissements et provisions)
CP	Capital propre
ERP	Enterprise Resource Planning
EV	Enterprise Value (valeur de l'entreprise opérationnelle)
CE	Capital étranger
a.i.	aucune information
KPMG	KPMG SA, Suisse
mio.	millions
NIBE	NIBE Industrier AB, Markaryd, Suède
OEM	Original Equipment Manufacturer (fabricant d'équipement d'origine / équipementier)
p.a.	par an (per annum)
Schulthess Group	Schulthess Group SA, Bubikon, Suisse
SEK	Couronnes suédoises
SIX	SIX Swiss Exchange
cf.	se reporter à
WACC	Weighted Average Cost of Capital (coût moyen pondéré du capital)

# 1 Introduction

## 1.1 Contexte

Schulthess Group SA, Bubikon, Suisse, (« Schulthess Group ») exerce ses activités dans les domaines des techniques de chauffage, de refroidissement, de lavage et des bâtiments. Le chiffre d'affaires consolidé du groupe s'élevait en 2010 à CHF 301.8 mio. Le groupe emploie au total près de 1'100 collaborateurs.

Les actions nominatives de Schulthess Group sont cotées à la SIX Swiss Exchange. Le capital-actions souscrit de la société s'élevait, à la date d'évaluation, à CHF 2'125'000, répartis entre 10'625'000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0.2. Les actions sont entièrement libérées et sont chacune dotées d'un droit de vote.

Le 11 avril 2011, NIBE Industrier AB, Markaryd, Suède, (« NIBE ») a émis une offre publique d'achat volontaire pour toutes les actions nominatives de Schulthess Group (« offre de reprise ») détenues par les actionnaires. L'offre s'élève à CHF 59.2 (« offre ») par action nominative au moment de l'annonce préalable.

L'offre est composé d'un paiement en espèces de CHF 36.0 par action nominative et d'un échange contre 1.537418 actions de catégorie B de NIBE. Le rapport d'échange de 1.537418 actions NIBE par action nominative de Schulthess Group correspond - sur la base du cours moyen, pondéré en fonction du volume, des derniers 60 jours de bourse avant l'annonce préalable (SEK 103.12) de l'action de catégorie B de NIBE ainsi que d'un cours de change SEK/CHF le dernier jour de bourse avant l'annonce préalable (0.146317) le 11 avril 2011 - à une contre-valeur de CHF 23.2. Le cours des actions NIBE de catégorie B nouvellement émises et le cours de change (SEK/CHF) peuvent varier entre la date de l'annonce préalable et l'échange effectif contre les actions de Schulthess Group. Les variations de cours ont une incidence sur la valeur des composantes en actions de l'offre et donc sur la valeur totale que les actionnaires reçoivent en fin de compte pour leur part du Schulthess Group. La présente fairness opinion porte toutefois exclusivement sur la valeur financière de Schulthess Group au moment de l'annonce préalable, soit CHF 59.2 par action.

En outre, l'assemblée générale du 14 avril 2011, a décidée de distribuer aux actionnaires du Schulthess Group une partie des réserves du Schulthess Group, à hauteur de CHF 1.2 par action (« distribution »).

L'offre de CHF 59.2 au moment de l'annonce préalable correspond à une prime de 12.0% par rapport au cours de clôture (CHF 52.9) du 8 avril 2011 et de 23.5% par rapport au cours moyen pondéré en fonction du volume des 60 derniers jours de cotation (CHF 47.9) avant l'annonce préalable. Pour un total de 10'625'000 actions nominatives, cette offre correspond à une valeur de capital propre d'environ CHF 629.0 mio. En tenant également compte de la position financière nette reprise par NIBE, soit CHF 30.0 mio., cette offre correspond à une valeur d'entreprise de CHF 599.0 mio.

Le 10 avril 2011, NIBE ainsi que cinq actionnaires principaux ont signé un contrat de vente d'actions. Dans ce contexte les actionnaires principaux ont vendu à NIBE un total de 31.13% du capital-actions et des droits de vote de la société-cible. De plus, le 10 avril 2011, NIBE et

Schulthess Group ont conclu un Transaction Agreement qui définit les conditions de l'offre ainsi que les obligations de NIBE et Schulthess Group dans le cadre de l'offre.

L'offre sera déposée pour autant qu'au moins deux tiers de toutes les actions de Schulthess Group, cela incluant les actions rachetées aux actionnaires principaux, soient proposés à NIBE.

## **1.2 Mandat du comité indépendant d'administrateurs de Schulthess Group**

Un comité indépendant d'administrateurs de Schulthess Group, composé de MM. Gero Büttiker (président), Christian Belz et Peter R. Isler, a chargé KPMG SA (« KPMG ») d'évaluer, dans une fairness opinion, l'équité financière du prix de l'offre de reprise du point de vue des actionnaires de Schulthess Group.

La fairness opinion est exclusivement destinée au conseil d'administration de Schulthess Group, en tant que partie de son rapport aux actionnaires relatif à l'offre de reprise. La fairness opinion peut, dans le cadre de l'offre, être publiée dans son intégralité, remise aux parties intéressées et il peut y être fait référence dans le prospectus de l'offre du 20 avril 2011. Toute utilisation à d'autres fins est prohibée.

L'objet d'évaluation de la fairness opinion est Schulthess Group et ses filiales. La fairness opinion ne comporte aucune évaluation de NIBE ou des actions de NIBE de catégorie B. La fairness opinion ne constitue pas une recommandation aux actionnaires de Schulthess Group d'accepter ou de refuser l'offre de NIBE. En outre, elle ne contient aucune appréciation des points suivants :

- modalités de paiement et conditions de l'offre de reprise
- appréciation juridique et fiscale de la structure de la transaction
- conséquences possibles d'une acceptation ou d'un refus pour les actionnaires
- valeur future de l'action de Schulthess Group
- valeur future de l'action NIBE de catégorie B après l'annonce préalable et par voie de conséquence aucune appréciation des éventuelles variations des composantes en actions de l'offre après l'annonce préalable

Dans le cadre de la présente fairness opinion, KPMG n'a effectué ni une révision au sens du droit de la société anonyme, ni une due diligence. Lors de la préparation de la fairness opinion, KPMG n'a procédé à aucune inspection physique des bâtiments et sites du groupe.

En élaborant la présente fairness opinion, KPMG est partie de la prémisse que les informations financières et autres concernant Schulthess Group qu'elle utilisait étaient exactes et complètes. Elle s'est fiée à ces informations, sans assumer la responsabilité de la vérification indépendante de celles-ci. Notre responsabilité se limite à une analyse méticuleuse, dans les règles de l'art, et à une appréciation des informations mises à notre disposition.

KPMG se fonde en outre sur l'assurance écrite du conseil d'administration et la direction de Schulthess Group, selon laquelle ils n'ont connaissance d'aucun fait ni d'aucune circonstance indiquant que les informations mises à disposition seraient incomplètes, incorrectes ou trompeuses.

### **1.3 Mode d'évaluation**

Pour apprécier l'équité de l'offre, KPMG a procédé à des évaluations et analyses détaillées de Schulthess Group. L'évaluation porte sur Schulthess Group et ses filiales, sur une base consolidée. Ces procédés aboutissent à la détermination d'une fourchette de valeur pour la valeur de l'entreprise opérationnelle et pour les fonds propres de Schulthess Group. La fourchette de valeur par action nominative de Schulthess Group découlant de la fourchette de valeur des fonds propres de Schulthess Group constitue le critère de référence permettant de déterminer si une offre d'achat est financièrement juste et équitable.

Les évaluations de Schulthess Group se basent sur une perspective « stand-alone ». Les éventuelles synergies apparaissant dans le cadre de la transaction et les frais d'intégration n'ont en conséquence pas été prises en considération. Les incidences au niveau de l'actionnaire individuel, telles que par exemple les conséquences fiscales, ont été ignorées.

La fourchette de valeur pour Schulthess Group dans son ensemble, ainsi que la valeur par action nominative en découlant, ont surtout été établies sur la base de la méthode du Discounted Cash Flow (méthode « DCF »). De plus, dans le cadre de la méthode DCF, des analyses de sensibilité ont été effectuées, en faisant varier les principaux générateurs de valeur. L'approche de marché a en outre été appliquée afin de corroborer les résultats de l'analyse DCF.

### **1.4 Bases**

KPMG a basé son analyse sur les éléments suivants :

- Les informations librement accessibles relatives au Schulthess Group qui ont été jugées pertinentes pour l'analyse. Celles-ci comprennent les rapports d'activité 2008 à 2010, des rapports d'analystes de différentes banques, des articles de journaux et des communiqués de presse
- Les données financières non auditées au 31 mars 2011, dont le conseil d'administration a pris connaissance
- Les informations internes au Schulthess Group jugées pertinentes pour l'analyse, y compris la planification à moyen terme 2011 à 2013. Cette dernière a été établie en août/septembre 2010 par la direction du Schulthess Group et approuvée par le conseil d'administration le 12 décembre 2010 (« business-plan »)
- Les entretiens avec la direction ainsi que des membres du conseil d'administration de Schulthess Group, portant sur la situation financière et les résultats, le marché actuel et futur, les générateurs de valeurs et les hypothèses dans les documents de planification
- Les données boursières et des marchés financiers de Schulthess Group, ainsi que d'une sélection d'entreprises cotées comparables (sources : Capital IQ, Bloomberg)
- Les informations relatives à des transactions sur des entreprises jugées comparables (sources : Capital IQ, mergermarket)

Les informations et réflexions contenues dans le présent document se réfèrent à la date de rédaction dudit document, raison pour laquelle elles sont sujettes à modification.

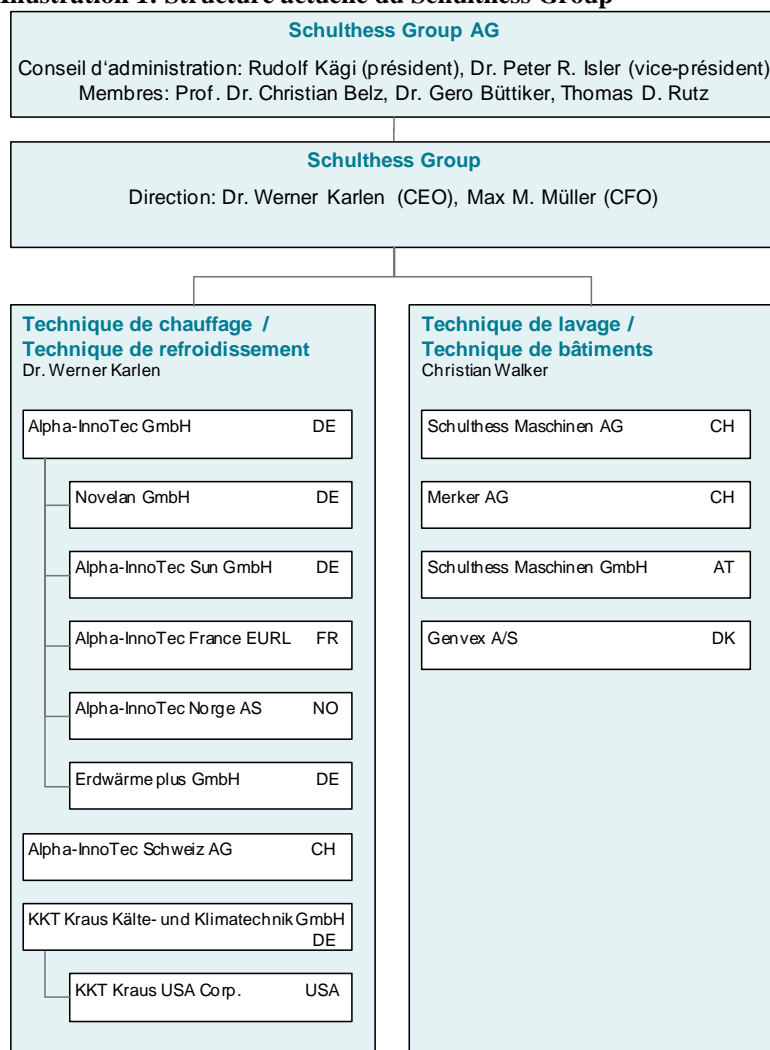


## 2 Profil d'entreprise de Schulthess Group

### 2.1 Vue d'ensemble

Schulthess Group, une société cotée à la bourse suisse avec siège principal à Wolfhausen et siège statutaire à Bubikon, exerce ses activités dans les quatre domaines Technique de chauffage, Technique de refroidissement, Technique de lavage et Technique des bâtiments. Du point de vue organisationnel, les deux branches précédentes Technique de chauffage et Technique de refroidissement ont été réunies durant l'exercice 2010 en une branche « Technique de chauffage/Technique de refroidissement ». Simultanément, le domaine « Ventilation contrôlée des logements », de la Technique de chauffage, a été réuni avec l'ancienne branche Technique de lavage dans la nouvelle branche « Technique de lavage/Technique des bâtiments ».

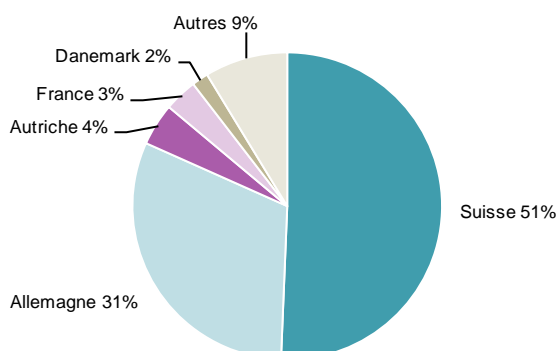
#### Illustration 1: Structure actuelle du Schulthess Group



Source : Schulthess Group

Au cours de l'exercice 2010, Schulthess Group a réalisé un chiffre d'affaires brut consolidé de CHF 301.8 mio. et un EBIT de CHF 26.2 mio. Ceci correspond à une diminution du chiffre d'affaires de 11.1% et à une baisse de l'EBIT de 34.3% par rapport à 2009. Près de 82% du chiffre d'affaires brut de Schulthess Group durant l'année 2010 ont été réalisés en Suisse et en Allemagne.

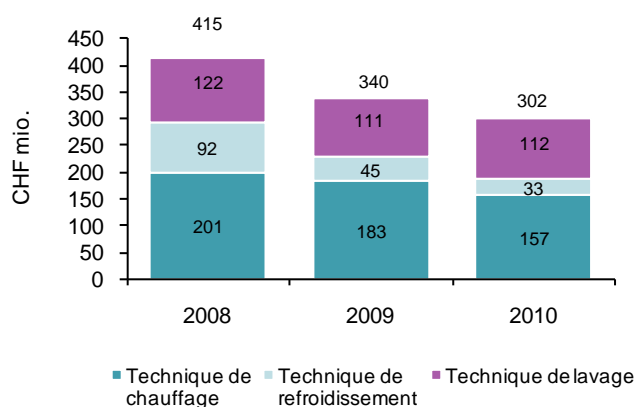
**Illustration 2: Chiffre d'affaires de Schulthess Group selon les marchés géographiques (2010)**



Source : Schulthess Group

La branche Technique de chauffage/Technique de refroidissement a généré en 2010 près de 63% du chiffre d'affaires brut, la branche Technique de lavage étant à l'origine des 37% restants.

**Illustration 3: Évolution du chiffre d'affaires de Schulthess Group par segment (2008 à 2010)**



Source : Schulthess Group

Remarque : Dans les présentations du chiffre d'affaires ci-dessus, le domaine « Ventilation contrôlée des logements » est inclus dans le domaine Technique de chauffage.

En 2010, avec la fermeture des sites de production de Technique de refroidissement de Lauf et de Röthenbach, le regroupement avec la centrale de pompes à chaleur à Kasendorf, ainsi que la fermeture de la construction d'installations dans le domaine de la technique de refroidissement, le Schulthess Group a été entièrement restructuré. Le regroupement des usines a engendré pendant l'exercice 2010 des coûts de restructuration à hauteur de CHF 6.6 mio. L'EBIT ajusté

de Schulthess Group avant les coûts de restructuration s'élevait ainsi à CHF 32.8 mio., ce qui correspond à une marge EBIT de 10.9%, à savoir une diminution de la marge de 0.8 points par rapport à l'année précédente.

## 2.2 Domaine d'activité Technique de chauffage/Technique de refroidissement

Le domaine d'activité **Technique de chauffage/Technique de refroidissement**, composé des deux segments, Technique de chauffage et Technique de refroidissement, est dédié au développement, à la production et à la vente internationale de pompes à chaleur, ainsi que de capteurs grande surface pour l'exploitation de la thermie solaire. Il y est en outre développé et produit des installations de climatisation, de refroidissement et de ventilation, p.ex. pour des applications dans les appareils médicaux high-tech. En 2010, ce domaine a généré un chiffre d'affaires brut de CHF 189.3 mio. et un EBIT de CHF 8.9 mio., ce qui correspond à une marge EBIT de 4.9%. En comparaison avec l'année précédente, le chiffre d'affaires brut a baissé de 17% et l'EBIT, grevé des coûts de restructuration à hauteur de CHF 6.6 mio. dans le segment Technique de refroidissement, a diminué de 64.8%. Le domaine « Ventilation contrôlée des logements », qui a été attribué sur le plan organisationnel, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011, au domaine d'activité Technique de lavage/Technique des bâtiments, est encore, jusqu'en 2010 inclus dans le chiffre d'affaires du segment Technique de chauffage.

Le **segment Technique de chauffage** est le principal générateur de chiffre d'affaires dans le domaine d'activité Technique de chauffage/Technique de refroidissement. En raison des prix du pétrole relativement bas, de la hausse des prix de l'électricité et de la réduction des mesures incitatives pour les pompes à chaleur, les recettes ont diminué de CHF 26.5 mio. en 2010, passant à CHF 156.6 mio. Les pompes à chaleur fabriquées sont utilisées pour la production de chaleur et d'eau chaude, avant tout dans les systèmes de chauffage pour les maisons individuelles et immeubles d'habitation ainsi que pour les constructions industrielles. Le segment pompes à chaleur comprend aussi la production de capteurs grande surface pour la production de chaleur et d'eau chaude. La gamme de produits inclut des pompes à chaleur air/eau, sol/eau et eau/eau. La clientèle est notamment composée d'installateurs, de revendeurs et d'OEM (fabricants d'équipement d'origine / équipementiers). Les principaux marchés d'écoulement sont la Suisse, l'Allemagne et la France. L'usine de production des pompes à chaleur, Alpha-Innotec GmbH, est située à Kasendorf (DE). Les capteurs grande surface pour l'exploitation de la thermie solaire sont produits au sein d'Alpha-InnoTec Sun GmbH à Tholey-Theley (DE), une filiale d'Alpha-InnoTec GmbH, Kasendorf.

Le **segment Technique de refroidissement** est dédié aux produits, systèmes et installations de technique de refroidissement et de climatisation. En complément à la production en série de groupes frigorifiques, des installations conçues individuellement étaient produites dans le domaine Technique de refroidissement. Après le recul dramatique de la construction d'installations en 2009 et la chute des recettes brutes de plus de 50% en 2009 par rapport à l'année précédente, le retrait des activités de construction d'installations a été réalisé en 2010. En conséquence, le chiffre d'affaires de ce segment a connu une nouvelle baisse, de 27%, à CHF 32.7 mio. Le principal marché de vente du domaine Technique de refroidissement est l'Allemagne. Depuis 2010, le développement et la production d'installations de refroidissement et de climatisation sont effectués par KKT-Kraus Kälte- und Klimatechnik GmbH dans l'usine de pompes à chaleur à Kasendorf.

## 2.3 Domaine d'activité Technique de lavage/Technique des bâtiments

Le domaine d'activité **Technique de lavage/Technique des bâtiments** est composé des deux sous-domaines Technique de lavage et Ventilation contrôlée des logements.

Le domaine Technique de lavage a généré en 2010 un chiffre d'affaires brut de CHF 112.4 mio. et un EBIT de CHF 18.9 mio. En comparaison avec l'année précédente, le chiffre d'affaires brut a légèrement augmenté, de 0.9%. La marge EBIT a pu être améliorée durant la même période, de 15.6% à 16.8%. Le chiffre d'affaire du domaine Ventilation contrôlée des logements était en 2010 encore comptabilisé dans le domaine Technique de chauffage.

Le **segment Technique de lavage** exerce ses activités principalement en Suisse, dans le domaine des automates de lavage et sèche-linge pour les ménages et les professionnels. En 2010, 36.0% des recettes ont été générées par les prestations de service. Schulthess Maschinen AG développe, produit, vend et entretient des machines à laver, des sèche-linge et des lave-vaisselle sur le marché suisse. Sous la marque Schulthess, la marque Merker, qui appartient également au groupe, ou sous des marques de tiers, elle produit des machines pour les ménages privés, pour les clients commerciaux ainsi que pour les clients industriels. La fabrication des machines à laver et sèche-linge a exclusivement lieu sur le site du siège principal à Wolfhausen. Schulthess Maschinen GmbH, sise en Autriche, vend les machines Schulthess en Autriche. Merker AG fait partie du groupe depuis 1991 et vend sous sa propre marque des machines à laver de Schulthess à des clients commerciaux. Merker ne dispose pas de personnel propre, elle est exploitée par Schulthess Maschinen AG.

Le **segment Ventilation contrôlée des logements** sera, dès l'exercice 2011, attribué sur le plan organisationnel au domaine d'activité Technique de lavage/Technique des bâtiments. Il produit des systèmes de ventilation des logements garantissant une forte récupération de chaleur. Les groupes-cibles de ces appareils ont tant les ménages privés, les immeubles d'habitation que les utilisateurs industriels. La clientèle est essentiellement composée d'installateurs, de distributeurs et d'OEM. Le développement et la production sont effectués par Genvex A/S à Haderslev (DK).

## 2.4 Stratégie et projection financière

L'évaluation du Schulthess Group a été effectuée sur la base du business-plan établi en août/septembre 2010 par la direction du Schulthess Group. Le business-plan, ainsi que les hypothèses arrêtées ont été discutées avec la direction du Schulthess Group et leur plausibilité a été contrôlée. Ni les entretiens avec la direction ni les tests de plausibilité n'ont révélé de nécessité d'adapter le business-plan. Après la récession en 2009 et la restructuration subséquente durant l'exercice 2010, ainsi que suite à la mise en œuvre de différents programmes d'accroissement de l'efficacité, les conditions nécessaires étaient réunies pour réaliser à nouveau, au cours des exercices à venir, une croissance organique ainsi qu'une augmentation de la rentabilité.

Les principales hypothèses de la période de planification détaillée de 2011 à 2013 sont présentées succinctement ci-dessous :

**Tableau 1 : Hypothèses de planification**

Chiffre d'affaires historique et développement des marges					
CHF '000	2008	2009	2010	Moyen arithmétique 2008-2010	Moyen arithmétique 2011-2013
Chiffres d'affaires brut	414,597	339,525	301,791		
Développement des ventes	15.0%	-18.1%	-11.1%	-4.8%	4.0%
EBITDA	68,932	52,127	38,922		
EBITDA marge	16.6%	15.4%	12.9%	15.0%	20.1%
EBIT (corrigé)	57,532	39,871	26,177		
EBIT marge	13.9%	11.7%	8.7%	11.4%	16.3%
Investissement	5,269	13,071	7,855		
Investissement en % des ventes	1.3%	3.8%	2.6%	2.6%	3.1%

## Stratégie

Il est présumé que la tendance vers les énergies renouvelables initiée au cours des années précédentes se maintiendra, en raison de la raréfaction des combustibles fossiles et de la politique énergétique de l'Union Européenne, qui prévoit par exemple jusqu'à 2020 une réduction de 20% des émissions de CO<sub>2</sub> par rapport au niveau de 1990.

En ce qui concerne son assortiment, le Schulthess Group restera focalisé sur les produits à haute efficacité énergétique, afin de profiter de cette tendance « clean-tech ».

La gamme de produits dans le domaine des pompes à chaleur sera complétée par un produit à puissance relativement faible, particulièrement adapté à une utilisation dans des bâtiments bien isolés. L'introduction d'un nouveau système ERP devrait permettre de réduire les délais de livraison dans le domaine des pompes à chaleur.

Dans le domaine de la Technique de refroidissement, il est prévu que des synergies soient créées par le regroupement de la production avec la Technique de chauffage sur le site de Kasendorf, dans les domaines recherche et développement, production, achats, vente et service.

## Évolution du chiffre d'affaires

Sur la base des chiffres actuels au 31 mars 2011 et du budget actuel, la direction table pour 2011 sur une stabilisation des recettes au niveau de l'année précédente. Dans le domaine de la Technique de refroidissement, une nouvelle baisse des recettes devrait être compensée par une croissance modérée dans les domaines de la Technique de chauffage et de la Technique de lavage. Le domaine des pompes à chaleur profite dans ce contexte également de l'acquisition d'un grand groupe européen du domaine du chauffage en tant que nouveau client à la fin de l'exercice 2010.

Dans l'ensemble, le management se base, pour la période faisant l'objet de la planification détaillée, sur l'hypothèse d'un regain des marchés et d'une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 4.0%.

## **Évolution de la marge**

Durant la période de planification détaillée, une nette augmentation de la marge EBITDA est décidée. Pour les années 2011 à 2013, la direction table sur une marge EBITDA moyenne de 20.0%. Par rapport à la marge EBITDA moyenne entre 2008 et 2010, soit 15.0%, ceci correspond à une augmentation de 5.0 points. L'accroissement de la marge devrait être réalisé, d'une part, en ramenant le domaine Technique de refroidissement dans les chiffres positifs mais aussi grâce à une gestion des coûts efficace dans les domaines Technique de chauffage et Technique de lavage.

## **Investissements**

Après la construction de nouvelles halles de production à Kasendorf et à Tholey-Theley, au cours des dernières années, et le développement d'une nouvelle génération de pompes à chaleur, on s'attend pour les années à venir à un volume d'investissements réduit, parce que les capacités des usines existantes sont considérées suffisantes pour atteindre le volume de chiffre d'affaires prévu dans le business-plan.

### 3 Considérations relatives à la valeur de Schulthess Group

L'équité financière de l'offre de reprise pour Schulthess Group a été avant tout déterminée sur la base de la méthode DCF. Ensuite, une analyse des entreprises comparables cotées en bourse ainsi qu'une analyse de transactions comparables ont été réalisées afin de corroborer les résultats.

#### 3.1 La méthode DCF

La valeur d'une entreprise correspond aux flux nets attendus des investisseurs (investisseurs propres et étrangers). En l'espèce, la valeur du capital propre a été déterminée sur la base de la méthode DCF internationalement reconnue.

Une application possible de la méthode DCF est l'approche WACC. Dans le cadre de l'approche WACC, on estime tout d'abord la valeur marchande de l'entreprise dans son ensemble, en escomptant les cash-flows libres futurs (free cash flows) que l'entreprise peut générer du coût moyen pondéré du capital (weighted average cost of capital, « WACC ») au jour de l'évaluation (« valeur DCF »). Les cash-flows libres futurs sont tous les excédents financiers à disposition de tous les investisseurs (propres et étrangers) de l'entreprise. Après déduction de la valeur marchande du capital étranger (position financière nette), on obtient la valeur marchande du capital propre.

Les cash-flows libres se calculent comme suit :

$$\begin{aligned} &= \text{EBIT} \\ &- \text{impôts ajustés} \\ &+ \text{amortissements} \\ &- / + \text{investissements/désinvestissements dans les actifs immobilisés} \\ &- / + \text{investissements/désinvestissements dans les actifs circulants nets} \\ &+ / - \text{augmentation/réduction des provisions} \\ &+ / - \text{augmentation/réduction des autres actifs et passifs} \\ &= \text{free cash flows} \end{aligned}$$

L'EBIT pris en compte dans l'évaluation est ainsi grevé des impôts sur les bénéfices qu'une entreprise devrait payer si elle ne se finançait que par des capitaux propres.

La valeur de l'entreprise opérationnelle correspond à la somme des cash-flows libres futurs escomptés de la phase de planification explicite et de la valeur finale. La prise en compte de la valeur finale repose sur l'hypothèse du maintien de l'exploitation commerciale et de la capitalisation des cash-flows libres perpétuels durables avec le WACC, en tenant compte d'un taux de croissance projeté à long terme.

L'évaluation DCF du Schulthess Group a été effectuée sur la base des cash-flows libres dérivés du business-plan consolidé.

Dans la valeur finale, les cash-flows libres ont été projetés à l'infini avec le WACC, en prenant en compte un taux de croissance durable de 2.0% par an conformément au modèle de croissance de Gordon. Les cash-flows libres durables pour le calcul de la valeur finale ont entre autres été déterminés sur la base du chiffre d'affaires de la dernière année pronostiquée (2014) ainsi que sur la base d'un taux de croissance à long terme de 2.0%. Le calcul a en outre été basé sur une marge EBITDA durable de 19.0%. Ceci correspond à une légère réduction de la marge EBITDA en comparaison avec la période de planification détaillée, car la direction prévoit une pression concurrentielle plus forte à long terme.

Le WACC, avec lequel les cash-flows libres sont escomptés, est basé sur les coûts des capitaux propres et étrangers après impôts ainsi que sur la structure de financement projetée. Pour Schulthess Group, un WACC de 8.6% a été déterminé au jour d'évaluation, lequel se base sur un coût des capitaux propres estimé à 9.2% et un coût des capitaux étrangers après impôts de 3.4%.

Les différents paramètres utilisés pour le calcul du WACC sont présentés et expliqués ci-après. (Le calcul du WACC est en outre décrit à l'annexe I) :

#### **Taux d'intérêt hors risque**

Le taux d'intérêt hors risque représente un investissement alternatif sans risque et adéquat quant aux délais pour investir dans l'entreprise à évaluer. Pour déterminer le taux d'intérêt hors risque, on peut suivre la courbe de la structure des taux d'intérêt pour les obligations d'État. Les facteurs Zerobond, adéquats quant aux délais, étant dérivés de cette courbe, ils garantissent le respect de l'équivalence des échéances. Pour une estimation objective, il est possible d'utiliser comme données de référence les données publiées des structures de taux d'intérêt de la banque centrale concernée, desquelles on peut déduire une courbe de structure des taux d'intérêt, basée sur ces données empiriques, pour la zone monétaire concernée.

Le business-plan de Schulthess Group SA a été réalisé sur la base des devises locales puis a été converti en CHF en appliquant des « spot-rates ». Afin de prendre en compte le risque spécifique d'inflation, nous avons eu recours aux données des structures de taux d'intérêt de la Banque centrale européenne, de la Banque fédérale allemande, de la Banque nationale suisse, ainsi qu'à des estimations relatives à la différence d'inflation de l'Economist Intelligence Unit (Danemark : 0.5%). Ces dernières ont été pondérées en conséquence, sur la base des recettes.

Sur cette base, nous avons calculé un taux d'intérêt hors risques unique de 2.9% au jour d'évaluation.

#### **Prime de risque du marché**

Pour calculer le WACC, nous utilisons une prime de risque du marché de 5.0%. La prime de risque du marché se base sur différentes enquêtes nationales et internationales étudiant sur plusieurs décennies les différences entre les rendements moyens des marchés des titres développés et le rendement moyen de l'obligation d'Etat du pays concerné<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cf. p.ex. Pictet & Cie. (2011) : « La Performance des actions et obligations en Suisse (1926-2010) »



## Beta

Le facteur beta non endetté (unlevered) est déterminé sur la base de celui d'entreprises cotées comparables ainsi que de valeurs de référence industrielles. Le facteur beta unlevered établi pour le domaine d'activité de Schulthess Group est 0.80. Des informations relatives au facteur beta des entreprises comparables identifiées sont présentées à l'annexe IV. Le beta endetté, soit 0.86 a été déterminé à l'aide de la structure du capital de Schulthess Group et dérivé du beta unlevered (re-levered)<sup>2</sup>.

## Prime pour les entreprises à faible capitalisation

Dans le calcul du coût des capitaux propres, il est tenu compte du fait qu'une société plus faiblement capitalisée présente un risque plus important et doit donc satisfaire à des attentes de rendement plus élevées. Cette circonstance a été prise en compte avec une prime de 2.0% au niveau des coûts des capitaux propres<sup>3</sup>.

## Structure du capital

La structure moyenne du capital à long terme avec une quote-part de fonds étrangers de 10.0% a été déterminée sur la base des relations de financement historiques ainsi que de la structure cible du capital de Schulthess Group.

## Coût des capitaux étrangers

Conformément aux analyses des notations financières, des taux de couverture de l'intérêt d'entreprises comparables et des informations données par la direction, on peut prévoir pour Schulthess Group un coût de capitaux étrangers (avant impôts) à hauteur de 4.4% environ, ce qui correspond à une majoration de 1.5% par rapport au taux d'intérêt hors risques appliqué.

## Taux d'imposition

Suite aux entretiens avec la direction de Schulthess Group, nous avons appliqué un taux d'imposition moyen de 23.0%.

Afin de corroborer les résultats des fourchettes de valeurs obtenus par la méthode DCF, KPMG a procédé à différents tests de sensibilité, en faisant varier certains générateurs de valeur. Dans ce cadre, les générateurs de valeur suivants ont été modulés :

- WACC
- Taux de croissance durable dans la valeur finale

Les résultats de l'analyse de sensibilité sont présentés à l'annexe II.

Sur la base de l'évaluation DCF et des analyses de sensibilité effectuées, on aboutit en ce qui concerne la valeur d'entreprise de Schulthess Group à une fourchette de valeur de CHF 564.6 mio. à CHF 670.8 mio. Après la prise en compte de la position financière nette de Schulthess Group à hauteur de CHF 30 mio. et de la distribution décidée à hauteur de CHF 12.8 mio., la fourchette de valeur du capital propre s'étend de CHF 581.8 mio. à CHF 688.1 mio., soit CHF 54.8 à CHF 64.8 par action nominative.

<sup>2</sup> Source : CapitalIQ

<sup>3</sup> En référence à l'étude Morningstar/Ibbotson (2011): « 2011 Classic Yearbook – Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation ».

## 3.2 Évaluation du marché

Dans le cadre de l'évaluation de marché, la valeur de l'entreprise est estimée sur la base de la capitalisation boursière d'entreprises comparables cotées en bourse ou sur la base des prix payés dans des transactions pour des entreprises comparables.

### 3.2.1 Évaluation du marché en référence à des entreprises cotées comparables

Dans l'évaluation du marché fondée sur l'observation d'entreprises cotées comparables, la valeur marchande de l'entreprise cotée, basée sur la valeur marchande du capital propre, est mise en relation avec la position financière nette actuelle à différents ratios financiers. Les multiplicateurs en résultant sont appliqués aux ratios financiers correspondant de Schulthess Group afin de calculer la valeur marchande hypothétique.

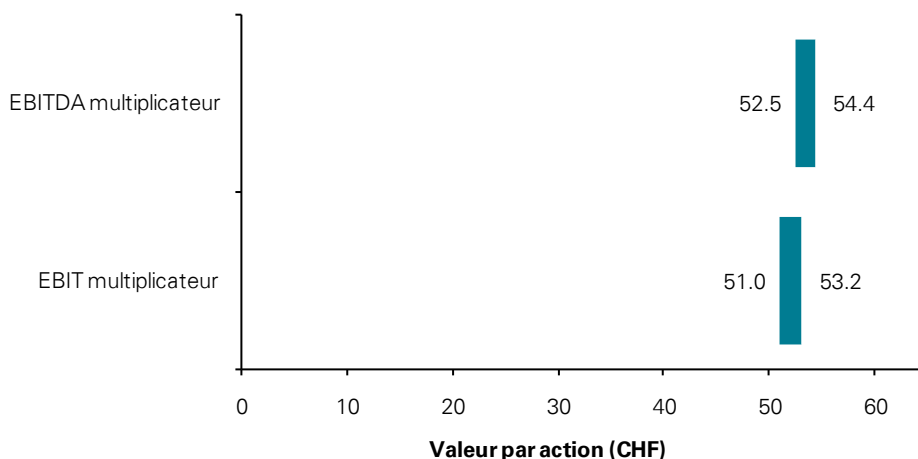
Les entreprises de références choisies sont des entreprises internationales, cotées en bourse, actives dans la technique de chauffage et de refroidissement, ainsi que des producteurs de machines à laver. Outre l'appartenance à la branche, les critères de sélection des entreprises de référence comprenaient également des activités tout au long de la chaîne de création de valeur ainsi que la disponibilité d'évaluations d'experts. Les entreprises comparables ainsi que les multiplicateurs sont présentés aux annexes III et V.

Le multiplicateur du chiffre d'affaires a été jugé inadéquat pour l'évaluation de Schulthess Group, parce que les marges de Schulthess Group ne correspondent en majeure partie pas aux marges des entreprises de référence, de sorte que l'évaluation à l'aide de multiplicateurs de chiffre d'affaires aurait abouti à des résultats non pertinents.

Pour l'évaluation de Schulthess Group, la médiane et la moyenne arithmétique des multiplicateurs EBITDA et EBIT ont été appliquées aux ratios financiers correspondants de Schulthess Group. Les chiffres de l'exercice 2010 de Schulthess Group étant faussés par la restructuration des domaines d'activités et, de ce point de vue, en particulier par la réorientation du domaine du refroidissement, les ratios financiers des entreprises de référence cotées pour les années 2011 à 2013 ont été pris en compte sur la base des estimations moyennes des analystes.

Les fourchettes de valeur par action nominative en résultant sont présentées dans l'illustration suivante.

#### Illustration 4: Évaluation du marché en référence à des entreprises cotées comparables



Eu égard à l'évaluation au moyen des multiplicateurs EBITDA et EBIT d'entreprises cotées comparables, on peut estimer la valeur d'entreprise de Schulthess Group comme comprise dans une fourchette de valeur de CHF 524.9 mio. à CHF 561.2 mio. Après la prise en compte de la position financière nette de Schulthess Group à hauteur de CHF 30 mio. et de la distribution décidée à hauteur de CHF 12.8 mio., la fourchette de valeur du capital propre s'étend de CHF 542.1 mio. à CHF 578.5 mio., soit CHF 51.0 à CHF 54.4 par action nominative.

Cette fourchette de valeur est inférieure à la fourchette de valeur déterminée en appliquant la méthode DCF. Ceci s'explique notamment par le fait que cette méthode d'évaluation ne tient pas compte des primes de contrôle ou de transaction qu'un acheteur-type est prêt à payer lorsqu'il acquiert une majorité d'actions lui assurant le contrôle de l'entreprise.

### 3.2.2 Évaluation du marché en référence à des transactions comparables

En complément à l'analyse d'évaluation au moyen de multiplicateurs d'entreprises cotées comparables, nous avons procédé à une analyse des transactions d'entreprise comparables dans les domaines de la technique de chauffage, de la technique de refroidissement et de la production de machines à laver.

Dans l'évaluation du marché sur la base de transactions comparables, il y a lieu de tenir compte du fait que les multiplicateurs de transactions peuvent être biaisés par des caractéristiques spécifiques aux transactions. La pertinence des multiplicateurs de transactions peut par conséquent être limitée.

Les principaux critères de sélection pour l'identification de transactions comparables comprennent les points suivants :

- L'entreprise visée est active dans la même industrie que Schulthess Group
- Il y a eu un changement de contrôle lors de la transaction
- La transaction a été exécutée dans la période comprise entre 2006 et le jour d'évaluation
- Le prix de la transaction et les ratios financiers essentiels de l'entreprise visée sont connus au moment de la transaction

Les détails des transactions ainsi que les multiplicateurs sont présentés à l'annexe VI.

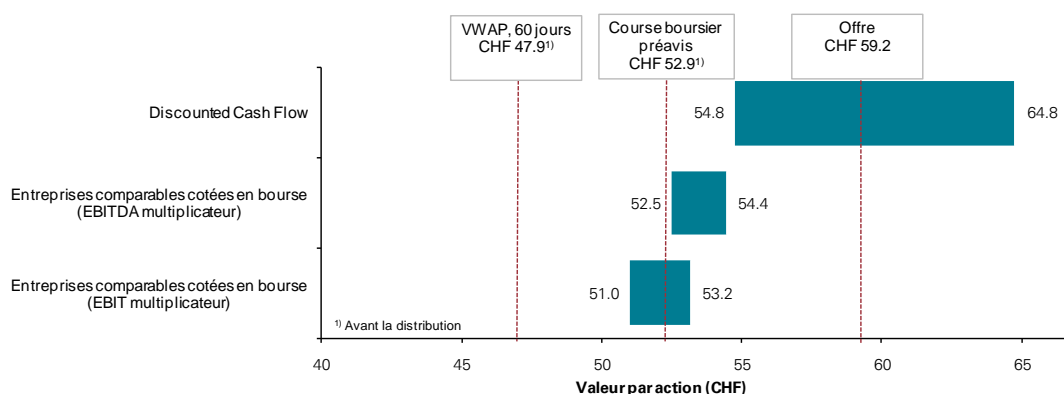
L'évaluation au moyen des multiplicateurs EBIT et EBITDA de transactions comparables permet de déterminer pour la valeur d'entreprise Schulthess Group une fourchette de valeur de CHF 343.9 mio. à CHF 427.0 mio. Après la prise en compte de la position financière nette de Schulthess Group à hauteur de CHF 30 mio. et de la distribution décidée à hauteur de CHF 12.8 mio., la fourchette de valeur du capital propre s'étend de CHF 361.2 mio. à CHF 444.2 mio., soit CHF 34.0 à CHF 41.8 par action nominative.

Les ratios financiers de Schulthess Group en 2010 sont, comme évoqué au chapitre précédent, faussés par la restructuration des domaines d'activités, ce qui pourrait expliquer la fourchette de valeur inférieure par rapport à l'évaluation du marché sur la base d'entreprises cotées comparables, dans laquelle les EBIT et EBITDA de 2011 à 2013 ont été appliqués. En outre, les transactions observées étaient en partie le fait d'entreprises ayant une gamme de produits plus large ou différente. Faute de comparabilité des modèles commerciaux et de la dynamique bénéficiaire qui en résulte et compte tenu du fait que les valeurs observées dans une perspective historique ne reflètent les attentes actuelles de marché que de manière incomplète, les résultats de l'évaluation sur la base de transactions de référence n'ont pas été pris en considération dans l'analyse globale.

## 4 Conclusion de la fairness opinion

Le résumé des résultats de l'évaluation est représenté dans le graphique ci-dessous .

**Illustration 5: Le résumé des résultats de l'évaluation**



Les analyses et considérations relatives à la valeur exposées ci-dessus aboutissent aux résultats d'évaluation suivants :

- Sur une base « stand-alone », on obtient pour Schulthess Group une valeur d'entreprise comprise dans une fourchette de CHF 564.6 mio. à CHF 670.8 mio.
- Une fois prise en compte la position financière nette (qui comprend les liquidités déduction faite des obligations porteuses d'intérêt au 31 mars 2011) de Schulthess Group à hauteur de CHF 30 mio. ainsi que la distribution décidée s'élevant à CHF 12.8 mio., la fourchette de valeur du capital propre de Schulthess Group sur une base « stand-alone » s'étend de CHF 581.8 mio. à CHF 688.1 mio.
- Les actions nominatives de Schulthess Group étant au nombre de 10'625'000, ceci correspond à une valeur comprise entre CHF 54.8 et CHF 64.8 par action nominative

Les fourchettes de valeur sont en particulier basées sur la marge d'évaluation résultant de l'analyse DCF, dont les résultats ont été corroborés par l'analyse des entreprises cotées comparables.

Eu égard à ce qui précède, nous considérons l'offre de CHF 59.2 par action nominative soumise par NIBE dans le cadre de l'offre publique, comprenant un paiement en espèces de CHF 36.0 par action nominative et l'échange en 1.537418 actions de catégorie B de NIBE ayant une contre-valeur de CHF 23.2 au moment de l'annonce préalable, comme équitable et adéquat du point de vue financier. Cette évaluation repose sur l'hypothèse que les composantes en actions de l'offre correspondent à une contre-valeur de CHF 23.2. Il n'a pas été tenu compte des éventuelles variations de la contre-valeur des composantes en actions dues aux variations de cours des actions de catégorie B de NIBE ou aux variations des cours de change après l'annonce préalable dans la présente prise de position.

La présente fairness opinion a été achevée le 18 avril 2011.

KPMG SA



Rolf Langenegger

Directeur



Christian Koppenhöfer

Manager

## 5 Annexes

### Annexe I : Détermination du coût moyen pondéré du capital WACC

#### Coûts des FP

Taux d'intérêt sans risque <sup>(1)</sup>	+	Bêta endettée <sup>(2)</sup>	x	Prime de risque de marché <sup>(3)</sup>	+	Alpha factor Prime de taille limitée <sup>(4)</sup>	=	Coûts des FP
2.9%		0.86		5.0%		2.0%		9.2%

#### Coûts de FE (Après taux d'imposition)

( Taux d'intérêt sans risque <sup>(1)</sup>	+	Prime de FE <sup>(5)</sup>	x	(1-Taux d'imposition) <sup>(6)</sup>	=	Coûts de FE (après impôts)
2.9%		1.50%		77.0%		3.4%

#### Déduction des coûts moyens et pondérés du capital (CMPC; WACC)

	Structure du capital <sup>(7)</sup>	Coûts de capital	
FP	90.0%	9.2%	8.3%
FE	10.0%	3.4%	0.3%
<b>WACC =</b>		<b>8.6%</b>	

#### Annotations

- (1) Le taux d'intérêt hors risque représente un investissement alternatif sans risque et adéquat quant aux délais de la Suisse, l'Allemagne et l'UE (AAA) le 31 März 2011.
- (2) Le facteur beta non endetté (unlevered) est déterminé sur la base de celui d'entreprises cotées comparables (source: Capital IQ). Le beta endetté, a été déterminé à l'aide de la structure du capital de Schulthess Group et dérivé du beta unlevered („re-levered“) (avec Harris-Pringle formule).
- (3) La prime de risque du marché se base sur différentes enquêtes nationales et internationales étudiant sur plusieurs décennies les différences entre les rendements moyens des marchés des titres développés et le rendement moyen de l'obligation d'Etat du pays concerné.
- (4) Une société plus faiblement capitalisée présente un risque plus important et doit donc satisfaire à des attentes de rendement plus élevées. Cette circonstance a été prise en compte avec une prime au niveau des coûts des capitaux propres. Source: Ibbotson in Stock, Bonds, Bills & Inflation (Valuation Edition) 2011 Yearbook.
- (5) Conformément aux analyses des notations financières, des taux de couverture de l'intérêt d'entreprises comparables et des informations données par la direction.
- (6) Suite aux entretiens avec la direction de Schulthess Group.
- (7) La structure moyenne du capital à long terme avec une quote-part de fonds étrangers a été déterminée sur la base des relations de financement historiques ainsi que de la structure cible du capital de Schulthess Group.

Source : Capital IQ, KPMG Analyse, données au jour de l'évaluation

## Annexe II : Analyse de sensibilité DCF

Analyse de sensibilité - Valeur par action						
WACC		Taux de croissance perpétuelle				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	7.1%	65.6	70.2	75.7	82.3	90.6
	7.6%	60.9	<b>64.8</b>	69.3	74.6	81.2
	8.1%	56.9	60.1	63.9	68.3	73.6
	8.6%	53.4	56.2	<b>59.4</b>	63.1	67.4
	9.1%	50.4	52.7	55.5	58.6	62.3
	9.6%	47.6	49.7	52.1	<b>54.8</b>	57.8
	10.1%	45.2	47.1	49.1	51.4	54.1



## Annexe III : Présentation succincte des entreprises de référence (1/3)

Aperçu des entreprises comparables	
Nom	Description
NIBE Industrier AB	NIBE Industrier AB operates as a heating technology company in Europe, North America, and Asia. The company operates in three divisions: NIBE Element, NIBE Heating, and NIBE Stoves. The NIBE Element division manufactures components and systems for resistors and electric heating applications, including tubular elements, aluminum elements, foil elements, thick-film elements, PTC elements, high-energy elements, heating cables, and ceramic elements. The NIBE Heating division manufactures energy products for private homes and apartments, including heat pumps, domestic boilers, pellet burners, district-heating products, solar panels, water-heaters, and subcontracted production of pressure vessels with corrosion protection. This division offers its products for heating, ventilation, cooling, and heat recovery applications in the renovation, maintenance, and improvement, as well as the new housing markets. The NIBE Stoves division provides wood-burning inserts, chimney systems, and wood-stove accessories, as well as masonry, cast-iron, tiled, and wood-burning stoves to private homeowners in the new and existing housing market, as well as in the holiday homes sector. The company was formerly known as NIBE-Verken and changed its name to NIBE Industrier AB in 1989 following acquisition of Backer. NIBE Industrier AB was founded in 1952 and is based in Markaryd, Sweden.
Metall Zug AG	METALL ZUG AG, through its subsidiaries, engages in household appliances, infection control, wire processing, and real estate businesses. It develops, produces, and distributes kitchen and laundry appliances, including cooling, cooking, baking, rinsing, washing, and drying appliances for private and commercial use, as well as offers dishwashers and thermal appliances for hotels and restaurants. The company also designs, produces, and sells machinery and complete systems used for cleaning, disinfection, and sterilization centers of medical, laboratory, and pharmaceutical installations. In addition, it manufactures machines for high-precision wire processing, including stripping, cutting, crimping, and marking various wires. Further, the company owns and manages rental properties, including a shopping mall; manages properties on behalf of third parties; and operates hotels. METALL ZUG AG was founded in 1887 and is based in Zug, Switzerland.
Lennox International, Inc.	Lennox International Inc., through its subsidiaries, engages in the design, manufacture, and marketing of a range of products for heating, ventilation, air conditioning, and refrigeration markets in the United States, Canada, and internationally. It operates in four segments: Residential Heating & Cooling, Commercial Heating & Cooling, Service Experts, and Refrigeration. The Residential Heating & Cooling segment manufactures and markets furnaces, air conditioners, heat pumps, packaged heating and cooling systems, indoor air quality equipment, prefabricated fireplaces, and freestanding stoves for residential replacement and new construction markets; and hearth products, such as factory-built gas, wood-burning, and electric fireplaces; free standing wood-burning, pellet and gas stoves, and fireplace inserts; and gas logs, venting products, and accessories. The Commercial Heating & Cooling segment offers unitary heating and cooling equipment used in light commercial applications, such as low-rise office buildings, restaurants, retail centers, churches, and schools. The Service Experts segment provides installation, preventive maintenance, emergency repair, and replacement of heating and cooling systems to residential and light commercial customers through its wholly owned service experts dealer service centers; and sells a range of equipment, parts and supplies, and third-party branded products. The Refrigeration segment manufactures and markets condensing units, unit coolers, fluid coolers, air cooled condensers, compressor racks, process chillers, and air handlers. The company offers its products and services through distributors, independent and company-owned dealer service centers, other installing contractors, wholesalers, manufacturers' representatives, original equipment manufacturers, and to national accounts. Lennox International was founded in 1895 and is headquartered in Richardson, Texas.
Wuxi Little Swan Co. Ltd.	Wuxi Little Swan Company Limited, together with its subsidiaries, manufactures and sells household appliances and accessories, fittings, and industrial ceramic in People's Republic of China. It offers computer control components for washing machines; electric engines for household appliances and digital engines; commercial washing machines, dryers, and spare parts; refrigerators; electrical appliances; electric machine products; and air conditioners. The company also involves in the import and export of raw and accessory materials, mechanical equipment, and technologies. In addition, it provides technical services for household appliances; and involves in contracting foreign engineering in mechanical industry and domestic engineering in international bidding. The company was founded in 1958 and is headquartered in Wuxi, People's Republic of China.

## Présentation succincte des entreprises de référence (2/3)

Aperçu des entreprises comparables	
Nom	Description
Belimo Holding AG	BELIMO Holding AG, through its subsidiaries, engages in the development, manufacture, and distribution of electric actuators for air dampers, and valve technology for heating, ventilation, and air conditioning (HVAC) systems primarily in the Americas, the Asia Pacific, and Europe. It offers standard actuators and spring-return actuators for air control dampers in HVAC systems; safety actuators for motorizing fire and smoke control dampers; VAV systems for individual room air control; control valves for open and closed HVAC water circuits; shut-off and change-over valves for open and closed HVAC water circuits; linear and rotary actuators for the motorization of valves, mixing valves, and butterfly valves; and parameterizing devices, tools, and accessories for bus and communication systems. The company was founded in 1975 and is based in Hinwil, Switzerland.
Zehnder Group AG	Zehnder Group Ltd, through its subsidiaries, principally manufactures radiators, and radiant heat and cooling systems in Europe, the United States, Canada, and Asia. It offers electric, custom-tailored steel, and designer and bathroom radiators; and overhead radiant panel strips for residential buildings, public buildings and hospitals, and industrial and office buildings. Zehnder Group also provides ventilation systems and components for residential buildings, as well as smaller commercial, industrial, or public buildings. In addition, the company provides overhead radiant panel strips for heating larger structures, such as production and warehousing facilities, sports centers, showrooms, and covered markets; overhead cooling and heating systems for offices and work areas; and cooling ducts for commercial premises comprising offices, surgeries, and hotel rooms, as well as for the private sector. Zehnder Group markets and sells its products under ACOVA, rvntal, zehnder, J.E. StorkAir, and comfosystems brand names. The company was founded in 1895 and is headquartered in Granichen, Switzerland.
CENTROTEC Sustainable AG	Centrotec Sustainable AG, together with its subsidiaries, offers products and integrated systems in the areas of climate control, heating, and ventilation worldwide. The company operates through three segments: Gas Flue Systems, Climate Systems, and Medical Technology and Engineering Plastics. The Gas Flue Systems segment offers gas flue systems for various types of heating. It provides plastic gas flue systems for condensing boiler technology; metal and plastic gas flue systems for oil, conventional gas, and solid-fuel heating systems; technical products and components for the roof; and super-lightweight, high-strength advanced composites for automotive and hi-fi components. The Climate Systems segment provides solutions involving heating, ventilation, and climate control technology. It offers ventilation systems with ultra-efficient heat recovery; living-space air heaters and combined ventilation, heating, and cooling systems; heating systems running on gas or oil for wall or floor installation; heating systems based on renewable energies, such as solar, heat pumps, and biomass; and climate systems with air capacities of up to 100,000 m <sup>3</sup> /h for commercial properties. The Medical Technology and Engineering Plastics segment develops, manufactures, and sells medical technology products and engineering plastics. It also offers original equipment manufacturer products and components for diagnostics and medical technology; spinal implants; and semi-finished products, prefabricated parts, and assemblies made from engineering plastics for medical technology and plant engineering. The company, through its 26.16% interest in CENTROSOLAR Group AG, offers photovoltaic systems and solar modules, mounting systems, and components for solar power systems for private houses and industrial properties. Centrotec Sustainable AG is based in Brilon, Germany.

## Présentation succincte des entreprises de référence (3/3)

Aperçu des entreprises comparables	
Nom	Description
Walter Meier AG	Walter Meier Ltd. operates in the fields of climate and manufacturing technologies. Its Climate division offers consulting, products, and services for heating, ventilation, cooling, humidification, and dehumidification. This division offers its products under the Condair and Nortec brands, as well as distributes third-party products to residential, commercial, and industrial users. The company's Manufacturing Technology division offers tool and machinery products in the areas of metalworking, woodworking, and repair-shop equipment, as well as machining solutions for automated metalworking, such as servicing. This division's products are used principally by industry, craftsmen, and construction workers. The company primarily offers its products and services in Switzerland, Germany, Austria, France, Europe, and the United States. Walter Meier Ltd. was founded in 1937 and is headquartered in Schwerzenbach, Switzerland.
Gorenje DD	Gorenje, d.d. engages in the manufacture, sale, maintenance, and repair of electric and non-electric domestic appliances and electro-thermic appliances in Slovenia and internationally. The company operates in three divisions: Household Appliances; Home Interior; and Ecology, Energy, and Services. The Home Appliances division focuses on the manufacture and sale of refrigerators and freezers, cooking appliances, washers, and dryers. It also offers consumer electronics and small household appliances, heating-thermic appliances, and industrial equipment and mechanical components, as well as involves in tool making primarily in Eastern and Western Europe. The Home Interior Division engages in the manufacture and sale of kitchen and bathroom furnishings, sanitary equipment, and ceramic tiles in Southeastern Europe. The Ecology, Energy, and Services division provides trade services, engineering services, agency services, restaurant and catering services, tourism services, and real estate management services, as well as environmental protection services. The company offers its home appliances under the brand names of Gorenje, Atag, Mora, Pelgrim, Etna, Körting, and Sidex. Gorenje, d.d. is based in Velenje, Slovenia.

Source : CapitalIQ

## Annexe IV : Détermination du facteur beta

Entreprises comparables	Pay	Beta endettée	Dette nette / Valeur d'entreprise	Dette nette / Fonds propres	Prime de FE	Debt beta	Beta non-endettée
Name		2 ans période (hebdomadaire)	Fin de l'année	Fin de l'année	Analyse particulière	Prime de FE / Prime de risque de marché	2 ans période (hebdomadaire)
NIBE Industrier AB	Sweden	1.03	6.9%	7.4%	0.5%	0.10	0.96
Metall Zug AG	Switzerland	0.68	0.0%	0.0%	n/a	n/a	0.68
Lennox International, Inc.	United States	1.20	8.7%	9.5%	2.0%	0.40	1.13
Wuxi Little Swan Co. Ltd.	China	0.74	0.0%	0.0%	n/a	n/a	0.74
Belimo Holding AG	Switzerland	0.88	0.0%	0.0%	n/a	n/a	0.88
Zehnder Group AG	Switzerland	0.74	0.0%	0.0%	n/a	n/a	0.74
CENTROTEC Sustainable AG	Germany	0.62	19.2%	23.7%	1.0%	0.19	0.54
Walter Meier AG	Switzerland	0.85	0.0%	0.0%	n/a	n/a	0.85
Minimum		0.62	0.0%	0.0%	0.5%	0.10	0.54
Maximum		1.20	19.2%	23.7%	2.0%	0.40	1.13
Médiane		0.79	0.0%	0.0%	1.0%	0.19	0.79
Moyen arithmétique		0.84	4.3%	5.1%	1.2%	0.23	0.81
Appliqué (arrondi)			10.0%	11.1%	1.5%		<b>0.80</b>

Beta non-endettée	x	(1+ (Dette nette / Fonds propres))	-	(Debt beta <sup>1</sup>	x	(Dette nette / Fonds propres))	=	Bêta endettée
0.80		1.11		0.30		11.1%		<b>0.86</b>

### Annotations

(1) Debt beta = Prime de FE / Prime de risque de marché

Source : Bloomberg, CapitalIQ, données au jour de l'évaluation

Remarque : Les entreprises de référence prises en considération pour déterminer le facteur beta ne comprennent pas toutes les entreprises de référence présentées à l'annexe III, car seules des entreprises dont le facteur beta présentait une pertinence statistique suffisante ont été retenues

## Annexe V : Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables

Analyse d'entreprises comparables cotées en bourse											
Entreprises comparables	Monnaie	Capitalisation du marché	Valeur d'entreprise	Valeur d'entreprise comme multiplicateur de							
				EBITDA				EBIT			
				ACT 2010	EST 2011	EST 2012	EST 2013	ACT 2010	EST 2011	EST 2012	EST 2013
NIBE Industrier AB	SEK	9,815	10,547	10.4 x	9.2 x	8.4 x	7.9 x	13.2 x	11.6 x	10.4 x	9.6 x
Metall Zug AG	CHF	1,776	1,776	13.4 x	10.7 x	10.1 x	9.4 x	20.6 x	15.0 x	14.1 x	12.9 x
Lennox International, Inc.	USD	2,801	3,068	10.7 x	9.6 x	7.8 x	7.5 x	13.2 x	11.7 x	9.3 x	8.2 x
Wuxi Little Swan Co. Ltd.	HKD	11,421	10,466	13.4 x	12.1 x	9.4 x	n/a	14.9 x	12.4 x	9.7 x	6.7 x
Belimo Holding AG	CHF	1,188	1,141	11.8 x	11.1 x	10.1 x	9.3 x	13.7 x	12.8 x	11.5 x	10.6 x
Zehnder Group AG	CHF	824	801	11.8 x	10.2 x	9.3 x	8.4 x	15.9 x	13.8 x	12.2 x	11.1 x
CENTROTEC Sustainable AG	EUR	376	465	9.8 x	7.7 x	7.0 x	6.5 x	13.6 x	11.2 x	10.0 x	9.3 x
Walter Meier AG	CHF	516	478	7.3 x	7.3 x	6.8 x	6.4 x	8.5 x	8.8 x	8.0 x	7.6 x
Gorenje DD	EUR	189	544	5.0 x	5.2 x	4.9 x	4.6 x	9.6 x	10.4 x	9.1 x	8.2 x
<b>Moyen arithmétique</b>				<b>10.4 x</b>	<b>9.2 x</b>	<b>8.2 x</b>	<b>7.5 x</b>	<b>13.7 x</b>	<b>12.0 x</b>	<b>10.5 x</b>	<b>9.4 x</b>
<b>Médian</b>				<b>10.7 x</b>	<b>9.6 x</b>	<b>8.4 x</b>	<b>7.7 x</b>	<b>13.6 x</b>	<b>11.7 x</b>	<b>10.0 x</b>	<b>9.3 x</b>

Source : CapitalIQ, données au jour de l'évaluation

## Annexe VI : Multiplicateurs de transactions d'entreprise comparables

Date de fermeture	Cible	Acquéreur	Valeur d'entreprise	TTM EBITDA	TTM EBIT
04.04.2006	GSW Inc.	AO Smith Corp., Prior to Reverse Merger with Smith Investment Company	314	7.9x	9.5x
14.07.2006	Laundry Systems Group N.V., Commercial Laundry Division	Alliance Laundry Holdings LLC	76	n/a	8.3x
30.11.2006	CCL Veloduct Ltd	Lindab Sverige AB	44,022	9.9x	11.5x
29.04.2007	Nu-Aire Limited	Electra Partners LLP	117,079	14.8x	15.6x
25.09.2007	GDA Applied Energy Holding Ltd	Glen Electric Ltd	13,288	3.4x	4.3x
01.10.2007	Aervent Group	Lindab AB	7,360	n/a	8.2x
05.10.2007	Türk Demir Dokum Fabrikaları A.S. (78.24% stake)	Vaillant Group (formerly Vaillant Hepworth Group)	372,930	7.7x	8.8x
05.06.2008	Trane Inc. (formerly American Standard Companies Inc)	Ingersoll-Rand plc	7,747	8.9x	11.8x
01.10.2008	ROTEX Heating Systems GmbH	Daikin Europe NV	64	12.4x	13.1x
12.02.2008	Goodman Global, Inc.	Hellman & Friedman LLC	2,532	9.9x	11.5x
<b>Médian</b>				<b>9.4x</b>	<b>10.5x</b>
<b>Moyen arithmétique</b>				<b>9.3x</b>	<b>10.3x</b>

Source : Capital IQ, Mergermarket