



J. SAFRA SARASIN



Sustainable Swiss Private Banking since 1841



Source: S+B

Expertise

Visant à déterminer une valeur équitable de
SCHMOLZ+BICKENBACH SA, Emmen („S+B“)

dans le cadre de l'offre publique d'achat de Venetos
Holding SA, Zurich («Venetos») en date du 12 juillet
2013

Sommaire

1. Chapitre 1 – Introduction	1
1.1. Situation initiale	1
1.2. Mission confiée à la Banque J. Safra Sarasin SA par le conseil d'administration de S+B	3
2. Chapitre 2 – Bases d'évaluation	5
3. Chapitre 3 – Exercices 2011 et 2012 du groupe S+B	7
3.1. Structure du groupe	7
3.2. Production	8
3.3. Transformation	10
3.4. Distribution & services	11
3.5. Produits	12
3.6. Données financières historiques	13
3.7. Priorités stratégiques	14
3.8. Le marché mondial de l'acier et des aciers longs spéciaux	15
4. Chapitre 4 – Analyses d'évaluation	17
4.1. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (DCF)	22
4.2. Évaluation sur la base de sociétés cotées comparables (Compco)	27
4.3. Évaluation sur la base de transactions comparables (Compac)	30
4.4. Analyse des primes payées sur le marché des capitaux en Suisse (analyse des primes)	32
4.5. Synthèse des résultats des évaluations	34
5. Chapitre 5 – Résultat de l'expertise	36
Annexes	38
Annexe 1: Multiples de sociétés cotées comparables (Compco)	38
Annexe 2: Analyse des primes	39
Annexe 3: Bêtas de sociétés cotées comparables	40

Table des illustrations

Illustration 1 Structure organisationnelle de S+B.....	8
Illustration 2 Chiffre d'affaires 2012 par groupes de produits.....	9
Illustration 3 Chiffre d'affaires 2012 par marchés et régions.....	10
Illustration 4 Vue d'ensemble du marché de l'acier.....	16
Illustration 5 Décomposition de l'analyse de sensibilité.....	26
Illustration 6 Synthèse des résultats des évaluations.....	34

Tableau 1 Vue d'ensemble de la division «Production».....	9
Tableau 2 Vue d'ensemble de la division «Transformation»	11
Tableau 3 Vue d'ensemble de la division «Distribution & Services»	11
Tableau 4 Données financières clés par divisions	12
Tableau 5 Vue d'ensemble de la situation financière des exercices 2012-2011 à l'échelle du groupe.....	13
Tableau 6 Vue d'ensemble de la situation financière aux premiers trimestres 2013/2012 à l'échelle du groupe.....	14
Tableau 7 Décomposition du calcul du coût moyen pondéré du capital (WACC)	25
Tableau 8 Vue d'ensemble des sociétés comparables.....	29
Tableau 9 Transaction comparable	31

Liste des abréviations / glossaire

Acier RCAC	Acier résistant à la corrosion, aux acides et à la chaleur
Analyse Compac	Méthode d'évaluation qui repose sur une comparaison avec des transactions similaires
Analyse Compco	Méthode d'évaluation qui repose sur une comparaison avec des sociétés cotées similaires
Bêta	Facteur de risque relatif sur les fonds propres d'une entreprise
BJSS	Banque J. Safra Sarasin SA
CAGR	Compound Annual Growth Rate, taux de croissance annuel moyen par période (moyenne géométrique)
CY	Calendarized year (année civile)
DCF	Discounted cash flow, actualisation des flux de trésorerie
EBIT	Résultat d'exploitation avant intérêts et impôts
EBITDA	Résultat d'exploitation avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements
FCF	Free cash flow (avant intérêts sur fonds étranger); flux de trésorerie disponibles, utilisé comme excédent financier dans l'évaluation par DCF
LTM	Last twelve months (données du compte de résultat sur la base des indicateurs financiers publiés pour les douze derniers mois)
Mio	Millions
Moteur de valeur (Value Driver)	Paramètre d'évaluation qui a une influence majeure sur le résultat de l'évaluation par DCF
Mt	Millions de tonnes
Société cible	Société faisant l'objet d'une offre d'achat par un acheteur
SMR	Steel and Metals Research Institute
Valeur d'entreprise brute	Valeur d'une entreprise avant déduction des capitaux étrangers portants intérêts (le cas échéant corrigée des liquidités excédentaires)
Valeur d'entreprise nette	Valeur d'une entreprise après déduction des capitaux étrangers portants intérêts; correspond à la valeur des fonds propres
Valeur résiduelle	Valeur de l'entreprise à la fin de la période de planification
WACC	Weighted average cost of capital (coût moyen pondéré du capital, couvre le coût des fonds propres et des fonds étrangers)

Chapitre 1 – Introduction

SCHMOLZ + BICKENBACH



1.1. Situation initiale

SCHMOLZ+BICKENBACH SA, Emmen («S+B») est une société cotée à la SIX Swiss Exchange avec une capitalisation boursière de CHF 373 millions au 26 juillet 2013. S+B est l'un des leaders mondiaux dans la production, la transformation et la distribution d'aciers longs spéciaux. Au total, S+B et ses filiales emploient quelque 10'000 personnes.

Le capital-actions ordinaire de S+B s'élève au 19 juillet 2013 à CHF 413'437'500. Il est composé de 118'125'000 actions nominatives émises d'une valeur nominale unitaire de CHF 3.50. Lors de l'assemblée générale de S+B qui s'est tenue le 28 juin 2013, il a été décidé de procéder à une réduction de capital par diminution de la valeur nominale des actions, parallèlement au lancement d'une augmentation de capital ordinaire. Concrètement, l'assemblée générale a voté une réduction du capital-actions à CHF 94'500'000 (valeur nominale de CHF 0.80 par action nominative) ainsi que le lancement parallèle d'une augmentation de capital ordinaire à hauteur de CHF 330'750'000 (à raison de 413'437'500 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0.80 chacune). Après publication au registre du commerce, le capital-actions devrait dès lors s'établir à CHF 425'250'000 à raison de 531'562'500 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0.80 chacune. L'augmentation de capital ordinaire devra être réalisée dans le cadre d'une offre de souscription avec droits préférentiels de souscription négociables, un syndicat bancaire constitué de BNP Paribas, Paris, Commerzbank SA, Francfort et Credit Suisse SA, Zurich, s'étant engagés à cet égard à souscrire les actions par voie de prise ferme. Pour deux actions nominatives détenues, les actionnaires de S+B se verront proposer sept nouvelles actions nominatives à un prix de souscription de CHF 0.80 chacune.

Or, la société Schmolz+Bickenbach Sàrl & Co. KG («KG»), laquelle représente les intérêts des descendants des fondateurs de plusieurs branches d'activité de S+B et constitue un groupe avec la société Venetos Holding SA, Zurich, («Venetos»), pour sa part indirectement contrôlée par Renova Holding Ltd, Bahamas, («Renova») et dont Monsieur Victor F. Vekselberg est le bénéficiaire économique indirect, a formé opposition contre la publication au registre du commerce des décisions de l'assemblée générale ordinaire. Conséquemment, l'augmentation de capital a été repoussée jusqu'à la levée du blocage du registre du commerce.

SCHMOLZ+BICKENBACH Beteiligungs Sàrl («Beteiligungs Sàrl»), qui représente elle aussi les héritiers des fondateurs, avait également proposé pour l'assemblée générale une réduction de capital par diminution du nominal des actions, ainsi que la réalisation parallèle d'une augmentation de capital ordinaire. Cette proposition prévoyait de réduire le capital à hauteur de CHF 295'312'500, pour le porter de CHF 413'437'500 à CHF 118'125'000 (à raison d'une valeur nominale de CHF 1.00 par action nominative) ainsi qu'une augmentation parallèle de CHF 295'312'500 minimum (à raison de 295'312'500 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 1.00 chacune) à € 350'000'000 maximum¹. Cette augmentation de capital devait être réalisée dans le cadre d'une offre de souscription avec négoce organisé des droits de souscription. Les droits de souscription non exercés devaient être proposés aux mêmes conditions à la société Venetos Holding SA, Zurich, contrôlée par Renova, sans aucune obligation de souscrire aux actions correspondantes. Cette proposition de Beteiligungs Sàrl a été rejetée par l'assemblée générale le 28 juin 2013.

Le 28 juin 2013, Venetos a effectué les transactions suivantes avec KG et les sociétés contrôlées par KG (conjointement le «groupe S+B KG»):

- Contrat d'achat d'actions pour l'acquisition d'une participation de 20.46% dans S+B
- Transaction conditionnelle pour l'acquisition d'une participation dans S+B à hauteur de 4.83% au total
- Convention d'actionnaires dans laquelle sont fixés les droits et devoirs réciproques des parties en lien avec S+B.

Sous l'effet de la mise en œuvre du contrat d'achat d'actions, non seulement la convention d'actionnaires est entrée en vigueur mais Venetos et le groupe S+B KG doivent agir de concert au sens de l'art. 32 de la LBVM et soumettre aux actionnaires une offre obligatoire, qui a fait l'objet d'une annonce préalable le 28 juin 2013 et a été publiée le 12 juillet 2013.

L'offre publique d'achat porte sur toutes les actions cotées en circulation de S+B dès lors qu'elles ne sont pas détenues par Venetos ou par des personnes agissant de concert avec cette dernière. Le prix offert (avant tout effet dilutif éventuel) s'établit à CHF 2.85 net par action nominative de S+B avec une valeur nominale de CHF 3.50. Le prix offert de CHF 2.85 par action nominative de S+B correspond au prix minimum légal au sens de l'art. 32 al. 4 de la LBVM.

Conformément à ses propres déclarations, Venetos n'a pas l'intention de prendre

¹ Ce qui correspond approximativement à CHF 432 millions au taux de change en vigueur la veille de l'assemblée générale, autrement dit le 27 juin 2013

une participation majoritaire dans S+B ni de demander le retrait de la cote des actions S+B.

Le 23 juillet 2013, le conseil d'administration de S+B a conclu avec Renova et KG un accord quant à la future marche à suivre en lien avec le projet de recapitalisation de S+B et l'offre d'achat en cours de Venetos («MOU»). Non seulement le MOU permet à Renova et à KG d'assujettir S+B à un examen d'audit, mais également de négocier le financement avec les banques sous la conduite de S+B. Dans le même temps, le conseil d'administration de S+B soumettra l'offre d'achat à une évaluation indépendante dans le cadre d'une attestation d'équité. Le conseil d'administration de S+B empruntera la voie juridique pour lever le blocage par KG de la mutation de capital de S+B votée par l'assemblée générale ordinaire du 28 juin 2013. Renova et KG auront jusqu'au 13 août 2013 au plus tard pour faire savoir si elles lèvent le blocage du registre du commerce et soutiennent l'augmentation de capital qui a été décidée ou si elles entendent proposer elles-mêmes une prise ferme de plus grande ampleur garantie par Renova. Le conseil d'administration décidera ensuite s'il soutiendra une telle augmentation de capital.

Le 25 juillet 2013, la COPA a adopté une décision en lien avec l'offre d'achat. Cette décision se rapporte essentiellement au contenu de l'offre d'achat publiée par Venetos le 12 juillet 2013. Par le biais de cette décision, la COPA a contraint Venetos à apporter un certain nombre de compléments et d'adaptations au prospectus de l'offre, et notamment à revoir les termes et conditions de cette dernière.

Le 26 juillet 2013, Venetos a publié dans les médias électroniques l'offre d'achat ainsi adaptée.

1.2. Mission confiée à la Banque J. Safra Sarasin SA par le conseil d'administration de S+B

Compte tenu de l'évaluation de l'offre publique d'achat de Venetos, le conseil d'administration de S+B a constitué un comité d'offre au sein duquel siègent les représentants indépendants du conseil d'administration de S+B («comité d'offre»).

Le 11 juillet 2013, le comité d'offre a chargé la Banque J. Safra Sarasin SA, Zurich, («J. Safra Sarasin» ou «BJSS») d'établir une expertise visant à évaluer l'adéquation financière de l'offre publique d'achat déposée par Venetos.

L'expertise est exclusivement destinée au comité indépendant du conseil d'administration de S+B dans le cadre de l'établissement du rapport du conseil d'administration conformément à l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition et ne constitue en aucun cas une recommandation

d'acceptation ou de rejet d'une possible offre de reprise vis-à-vis des actionnaires de S+B. Dans le cadre de son rapport aux actionnaires, le comité indépendant du conseil d'administration de S+B prend toutefois position sur l'offre d'achat en se référant à ladite expertise.

L'expertise de J. Safra Sarasin ne s'adresse ni à Venetos en tant que société offrante, ni à ses actionnaires, et n'est donc pas destinée à l'évaluation de la transaction du point de vue de Venetos ou de ses actionnaires.

Notre expertise s'appuie sur l'évaluation d'informations dont nous avons supposé qu'elles étaient exactes et exhaustives et auxquelles nous avons accordé foi sans les faire confirmer ou contrôler par une tierce partie. Nous sommes par ailleurs partis du principe que les déclarations, informations et données mises à notre disposition ont été établies d'une manière correcte et appropriée. Comme précisé au chapitre 4 sous la rubrique «Plausibilité et cohérence des plans financiers», les principaux facteurs qui ont participé à la détermination de la valeur de l'entreprise («moteurs de valeur») ont été soumis à un contrôle de plausibilité et de cohérence par J. Safra Sarasin.

Sans l'autorisation préalable de J. Safra Sarasin, l'expertise ne peut être utilisée à d'autres fins que celles de sa publication en lien avec le rapport du conseil d'administration de S+B.

Dans l'accomplissement du mandat qui lui a été confié, J. Safra Sarasin ne perçoit aucune indemnisation qui serait corrélée aux résultats de son évaluation ou au succès d'une quelconque transaction avec S+B. J. Safra Sarasin confirme par ailleurs que, dans le cadre de la mission d'évaluation qui lui a été dévolue, elle a rendu son avis en toute indépendance, conformément aux dispositions de la circulaire COPA n° 3 sur le contrôle des offres publiques d'acquisition.



Chapitre 2 – Bases d'évaluation

L'évaluation de J. Safra Sarasin repose sur les bases suivantes:

- Informations publiquement accessibles sur S+B que nous estimons pertinentes pour évaluer et apprécier l'adéquation de l'offre d'achat. Ces informations couvrent essentiellement les rapports annuels 2011 et 2012 ainsi que le rapport trimestriel au 31 mars 2013 (non audité)
- Rapports financiers établis en interne sur une base annuelle («flash reports») pour les différents segments des années 2010, 2011 et 2012
- Budget 2013 (établi en décembre 2012) et plan à moyen terme 2014-2017 (adopté en janvier 2013 par le conseil d'administration de S+B) de S+B et de ses différents segments d'activité
- Prévisions de la direction de S+B pour l'année 2013 et reporting mensuel jusqu'en mai 2013
- Analyse stratégique et structurelle de S+B par un consultant externe au 31 mai 2013
- Analyses de marché de S+B sur la base d'études externes (Steel & Metals Market Research (SMR))
- Management letters 2011 et 2012 et procès-verbaux du conseil d'administration de 2010 au 28 juin 2013
- Entretiens avec le CEO et le CFO quant au positionnement stratégique, à l'environnement concurrentiel et au plan à moyen terme
- Marché des capitaux et données financières de sociétés cotées sélectionnées (groupe de comparables)
- Multiples de transactions d'acquisition comparables
- Primes de contrôle payées pour des entreprises industrielles cotées en Suisse
- Analyses actuelles et historiques des marchés financiers afin d'en déduire les paramètres pertinents pour l'évaluation
- Prospectus d'offre de Venetos en date du 12 juillet 2013
- Version provisoire du prospectus d'émission et de cotation de S+B en date du 21 juin 2013
- Avenant au contrat de crédit syndiqué avec les banques prêteuses et avenant au contrat de prêt de KfW IPEX-Bank Sàrl, tous deux en date du 7 mars 2013

L'évaluation de J. Safra Sarasin se base sur l'état actuel des conditions de marché et d'exploitation et de l'environnement financier, et tient compte de la

situation du marché des capitaux ainsi que d'autres facteurs existants ou attendus pouvant être analysés au moment de l'évaluation.

Lors de l'établissement de son expertise, BJSS est partie du principe que les informations financières et autres qu'elle a utilisées concernant S+B étaient exactes et complètes, et leur a accordé foi, sans pour autant assumer la responsabilité d'une vérification indépendante desdites informations.

Par ailleurs, J. Safra Sarasin s'est appuyée sur les garanties de la direction de S+B assurant que celle-ci n'est au fait d'aucune situation ou circonstance suite à laquelle les informations utilisées seraient susceptibles d'être inexactes, trompeuses ou incomplètes.



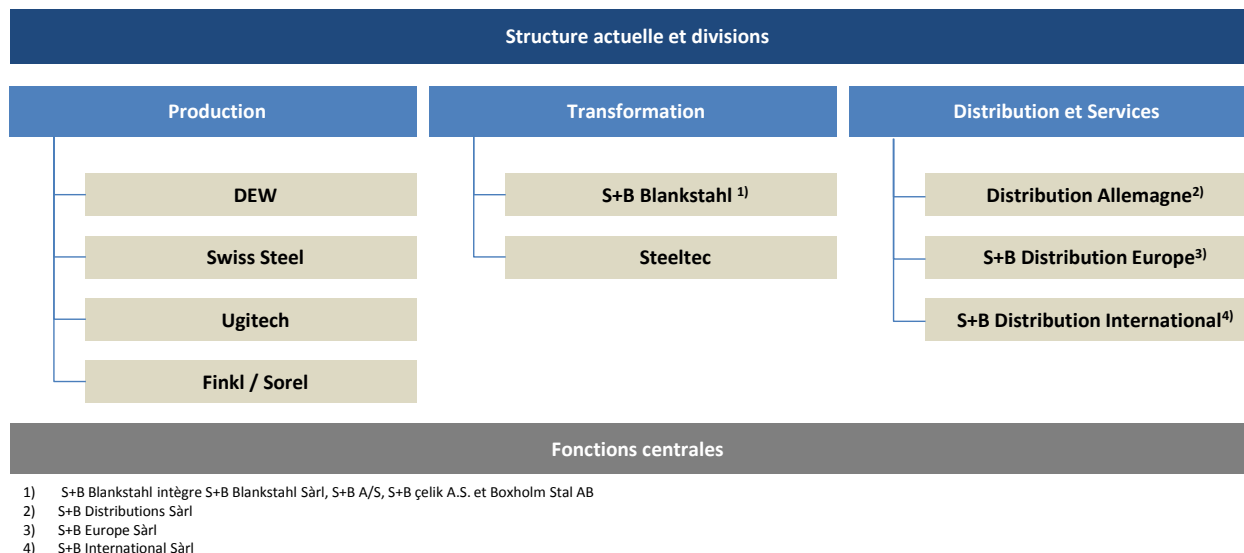
Chapitre 3 – Exercices 2011 et 2012 du groupe S+B

S+B est un groupe sidérurgique entièrement intégré qui compte parmi les premiers fournisseurs mondiaux d'aciers longs spéciaux et s'appuie sur plus de 90 ans d'histoire. Le groupe est divisé en trois segments d'activités, à savoir la production, la transformation ainsi que la distribution et les services. Il dispose d'un portefeuille de produits regroupant l'ensemble des trois sous-secteurs du marché des aciers longs spéciaux, soit les aciers de construction fins et les aciers de décolletage, les aciers RCAC résistants à la corrosion, aux acides et à la chaleur et les aciers à outils. Le portefeuille de produits couvre des aciers longs spéciaux coupés à dimension selon toutes sortes de qualités, de formats et de diamètres. En complément des produits issus de sa propre fabrication, l'entreprise propose également des services de gestion de la chaîne d'approvisionnement, tels que des livraisons juste à temps et des services de traitement sur site, ainsi que toute une gamme de produits tiers. L'offre s'étend ainsi sur quelque 60'000 produits au total. S+B fournit environ 30'000 clients actifs dans les secteurs de l'automobile, du génie mécanique, de la construction, de l'équipement, de l'énergie et de l'exploitation minière. Géographiquement, les clients de S+B sont répartis entre l'Europe, les Etats-Unis et les marchés émergents du Brésil, de la Chine et de l'Inde.

3.1. Structure du groupe

L'illustration ci-après permet de visualiser les divisions du groupe S+B ainsi que la structure de ses principales entités opérationnelles. Avec ses trois divisions «Production», «Transformation» et «Distribution & Services», le groupe S+B est présent d'un bout à l'autre de la chaîne de création de valeur. Outre le chiffre d'affaires interne au groupe, chacune des trois divisions réalise également un chiffre d'affaires externe directement auprès des clients finaux. Par ailleurs, S+B transforme et/ou commercialise toute une gamme de produits tiers de manière à pouvoir proposer des solutions complètes auprès d'un interlocuteur unique.

Illustration 1 Structure organisationnelle de S+B



Source: informations de l'entreprise

La chaîne de création de valeur de S+B est assurée par trois divisions interconnectées, décrites ci-après:

3.2. Production

Les produits propres sont fabriqués dans neuf aciéries, forges et laminoirs spécialisés en Europe (Allemagne, France, Suisse) et en Amérique du Nord (Etats-Unis et Canada). Six de ces plateformes disposent de leurs propres fours de fusion et trois travaillent sans fusion sur site. Tant du point de vue des formats que des qualités, les aciéries offrent des configurations complémentaires et couvrent toute la gamme des aciers longs spéciaux, soit aussi bien les principaux groupes de produits (aciers à outils, aciers de construction fins/aciers de décolletage et aciers RCAC résistants à la corrosion, aux acides et à la chaleur) que les produits spéciaux. Les produits fabriqués sont vendus soit directement aux clients finaux, soit aux divisions «Transformation» et «Distribution & Services». La part de vente directe représente quelque 80% du chiffre d'affaires total de la division, celui-ci s'étant établi à 2'517 millions d'euros pour l'année 2012. En 2012 également, la part de la division «Production» dans le chiffre d'affaires total était de 70%. A fin 2012, la division employait 6'629 personnes.

Le tableau ci-après répertorie les différentes plateformes de production de S+B. Ces dernières sont exclusivement situées en Europe et en Amérique du Nord.



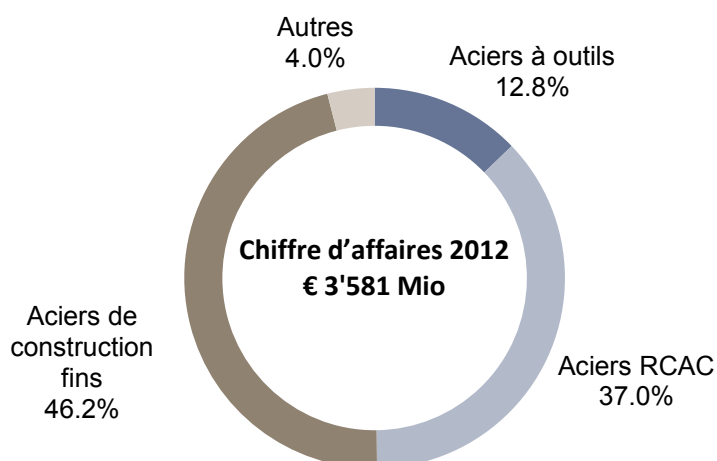
Tableau 1 Vue d'ensemble de la division «Production»

Division	Sites	Description	Ventes 2012 (en milliers de tonnes)
Production			
DEW	Allemagne	2 aciéries et capacités de transformation sur 4 sites	662
Ugitech	France	1 aciérie et 6 usines de transformation	196
Swiss Steel	Suisse	1 aciérie	541
Groupe Finkl	Amérique du Nord	2 aciéries et 1 usine de transformation	109

Source: informations de l'entreprise

En 2012, S+B a investi 114.8 millions d'euros dans l'amélioration de l'efficacité et de la sécurité au travail, ainsi que dans l'entretien et l'accroissement des capacités de production. Pour l'essentiel, ce montant a été dévolu à un projet de reconstruction de l'aciérie A. Finkl & Sons Co. (Etats-Unis) au sud de Chicago, avec mise en service au printemps 2013. Grâce aux nouvelles infrastructures, S+B dispose désormais d'un site de production moderne et efficace pour l'approvisionnement du marché nord-américain.

Illustration 2 Chiffre d'affaires 2012 par groupes de produits

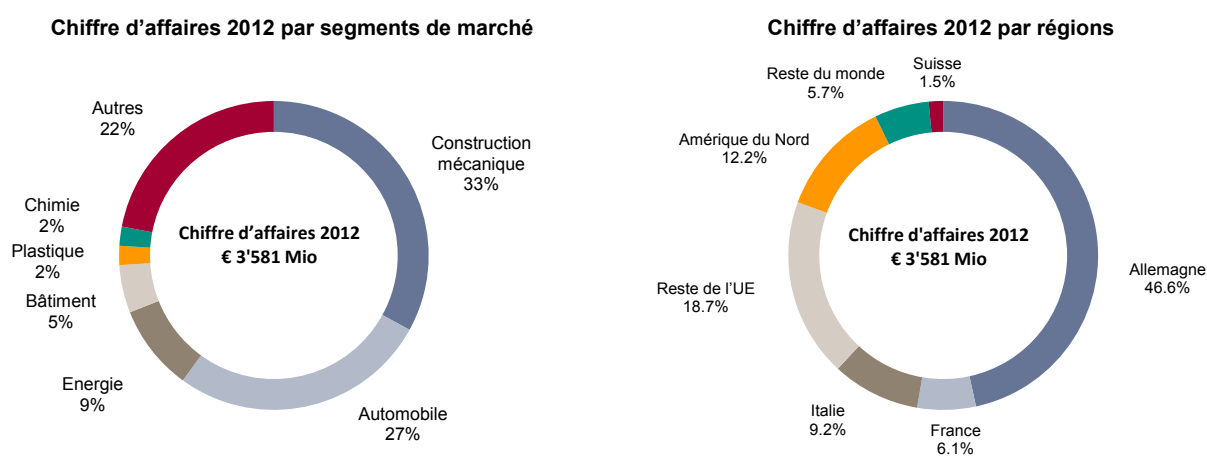


Source: informations de l'entreprise

S+B réalise plus de 80% de son chiffre d'affaires total avec les aciers de construction fins et les aciers RCAC. Le reste du chiffre d'affaires est généré par les aciers à outils (13% environ) et d'autres produits (4%).

L'illustration ci-après présente les principaux segments de marché dans lesquels S+B intervient. Il laisse clairement apparaître que le secteur du génie et de la construction mécaniques ainsi que l'industrie automobile jouent un rôle de premier plan avec quelque 60% du chiffre d'affaires de S+B. Sur le plan géographique, S+B se concentre principalement sur les débouchés européens, l'Allemagne jouant à cet égard un rôle déterminant avec l'industrie automobile.

Illustration 3 Chiffre d'affaires 2012 par marchés et régions



Source: informations de l'entreprise

3.3. Transformation

La division «Transformation» dispose de multiples installations d'usinage comme par exemple des lignes d'étrépage de barres et des tréfileries, des installations de production d'acier blanc et des unités de traitement thermique. A partir d'acier de haute qualité sont fabriqués des aciers longs satisfaisant aux diverses exigences de solutions clients personnalisées et aux différents degrés d'intégration verticale voulus. Les caractéristiques des produits, telles que la tolérance dimensionnelle, la résistance et les propriétés de surface, sont définies en fonction des spécifications des clients. Les besoins en acier de la division sont, d'une part, couverts par les propres capacités de production du groupe (45-65%), de l'autre par des fournisseurs externes. Alors que plus de 60% du chiffre d'affaires de la division est directement réalisé avec des clients finaux, les 40% restants résultent de ventes à la division «Distribution & Services». A raison d'un chiffre d'affaires de 393 millions d'euros pour 2012, la division «Transformation» a contribué l'année dernière à 11% du chiffre d'affaires du groupe. S+B exploite des installations de transformation de l'acier en Suisse, en Suède, en Italie, en France, au Danemark et en Turquie (cf. tableau ci-après).

Tableau 2 Vue d'ensemble de la division «Transformation»

Division	Sites	Description	Ventes 2012 (en milliers de tonnes)
Transformation			
S+B Blankstahl	Danemark, Allemagne, Suède, Turquie	4 usines de transformation	146
Steeltec	Suisse	1 usine de transformation	72

Source: informations de l'entreprise

3.4. Distribution & services



S+B dispose de son propre réseau de plus de 86 succursales de distribution et de services réparties dans 35 pays. La livraison d'aciers spéciaux et de solutions complètes couvre également le conseil technique et les procédés de traitement en aval comme par exemple les travaux de sciage, de fraisage et de trempage ainsi que les livraisons juste à temps. L'offre comprend aussi bien des aciers longs spéciaux issus des propres sites de production du groupe que des produits de fournisseurs tiers. La division a réalisé en 2012 un chiffre d'affaires de 1'290 millions d'euros et employait 2'369 collaborateurs.

Tableau 3 Vue d'ensemble de la division «Distribution & Services»

Division	Sites	Description	Ventes 2012 (en milliers de tonnes)
Distribution + Services			
S + B Distribution Allemagne	13 succursales régionales en Allemagne	-	456
S + B Distribution Europe	18 pays de l'UE, hors Allemagne	-	166
S + B Distribution International	16 pays hors de l'UE	1 usine de transformation	59

Source: informations de l'entreprise

Le tableau ci-après présente un résumé des indicateurs de performances clés classés par divisions pour l'année 2012:

Tableau 4 Données financières clés par divisions

	Production	Transformation	Distribution + Services	Total groupe
EUR en mio.				
Chiffre d'affaires	2'517.0	392.6	1'290.0	3'581.4
EBITDA	125.4	16.4	3.2	122.5
Marge en %	5.0%	4.2%	0.2%	3.4%
EBITDA ajusté	136.7	16.4	15.9	151.8
Marge en %	5.4%	4.2%	1.2%	4.2%

Source: informations de l'entreprise

3.5. Produits



Aciers de construction fins et aciers de décolletage – Ces aciers spéciaux sont utilisés pour des composantes soumises à des sollicitations mécaniques extrêmes et dont la fiabilité d'utilisation doit pouvoir être garantie sur le très long terme. Ils sont notamment employés pour la fabrication des composants des moteurs, des systèmes de propulsion et des trains de roulement dans l'industrie automobile, de pièces de turbines pour la production d'énergie ou d'éléments de transmission pour les installations d'énergie éoliennes. Outre des aciers plus ordinaires (cémentés) ou des aciers avec traitement thermique, les aciers de construction fins englobent également les aciers microalliés ainsi que les aciers de roulement, lesquels se distinguent par des caractéristiques de dureté et de pureté extrêmement élevées. Malgré leurs excellentes qualités de résistance, les aciers de construction fins doivent également présenter de bonnes caractéristiques d'usinabilité pour pouvoir garantir l'efficacité des traitements automatisés.



Aciers RCAC – Ces aciers sont résistants à la rouille, aux acides et aux fortes sollicitations thermiques. Par ailleurs, ils présentent d'excellentes propriétés de résistance tout en restant ductiles. Leurs principaux domaines d'utilisation s'étendent des secteurs de l'automobile et du génie mécanique à l'industrie alimentaire et chimique en passant par la technique médicale, l'industrie pétrochimique et gazière (plateformes de forage ou usines chimiques) et l'aéronautique.



Aciers à outils – Les aciers à outils doivent être parfaitement adaptés pour répondre aux exigences spécifiques de chaque domaine d'application. Leur fabrication requiert dès lors un très haut niveau d'interaction entre S+B et les clients finaux, de manière à pouvoir garantir leur stricte conformité avec les souhaits de ces derniers. Les caractéristiques des aciers à outils sont, entre autres, une usinabilité améliorée, une forte résistance à l'usure et à la corrosion,

une bonne conductibilité thermique ainsi que d'excellentes aptitudes à la trempe et au polissage. Selon les dires de la direction, S+B est le leader mondial des aciers à outils spéciaux.

3.6. Données financières historiques

En 2012, l'évolution des activités de S+B a essentiellement été affectée par le ralentissement de la conjoncture macroéconomique mondiale ainsi que par la dégradation des prix de la ferraille d'acier et des alliages. Dans le contexte de la crise européenne de la dette et des incertitudes qui en ont découlé sur les marchés européens, le repli de la demande a entraîné dans son sillage une baisse du chiffre d'affaires de 9.1%, à 3'581.4 millions d'euros, ainsi qu'un recul de l'EBITDA (avant dépenses de restructuration) de 49%, à 151.8 millions d'euros. Dans le même temps, la marge d'EBITDA 2012 s'est inscrite en baisse, pour s'établir à 4.2%, contre 7.5% l'année précédente, en raison du fait que dans les secteurs à coûts fixes élevés, un moindre taux d'utilisation des capacités de production et de transformation pèse comparativement plus lourdement sur les marges des entreprises. Le repli du taux d'exploitation des capacités s'est également traduit par une réduction des volumes des ventes de l'ordre de 10.1%, à 2'044'000 tonnes (contre 2'274'000 tonnes en 2011).

Tableau 5 Vue d'ensemble de la situation financière des exercices 2012-2011 à l'échelle du groupe

Groupe S + B	Unité	2012	2011	Variation année précédente en %
Volume de ventes	Kilotonne	2'044.0	2'274.0	-10.1%
Chiffre d'affaires	Mio. EUR	3'581.4	3'942.9	-9.2%
EBITDA avant charges de restructuration	Mio. EUR	151.8	296.2	-48.8%
Résultat opérationnel avant amortissements (EBITDA)	Mio. EUR	122.5	296.2	-58.6%
Marge EBITDA avant charges de restructuration	%	4.2%	7.5%	-44.0%
Marge EBITDA	%	3.4%	7.5%	-54.7%

Source: informations de l'entreprise

Les chiffres d'affaires des différents marchés géographiques ont suivi des orientations très différentes. Alors qu'en Europe, premier marché du groupe, le chiffre d'affaires affichait un recul de 12.9% (les pays du sud de l'Europe étant les plus touchés), il a pu progresser de 15.5% en Amérique du Nord. Sur les autres marchés, S+B a enregistré une hausse de 7.7% de son chiffre d'affaires. Globalement, ces évolutions positives n'ont toutefois pas permis de compenser les pertes de chiffre d'affaires sur les marchés européens.

De même, les chiffres d'affaires ont également progressé différemment d'un groupe de produits à l'autre. En 2012 et au premier trimestre 2013, les chiffres

d'affaires des différents groupes de produits ont pâti notamment de la baisse des prix des alliages. Dans le sillage du mouvement de repli de la demande qui s'est opéré en 2012 dans le secteur du génie mécanique en Europe, les volumes des ventes d'aciers à outils y ont reculé de 9.5%. La baisse du chiffre d'affaires des aciers à outils s'est quant à elle limitée à 2.4% seulement. Suite à un fléchissement des prix, l'acier RCAC a subi une chute de chiffre d'affaires de l'ordre de 7.4%, les volumes de ventes reculant pour leur part de 4.6%. Sur le front des aciers de construction fins, S+B a dû faire face à une baisse de chiffre d'affaires de 13.2% et à un repli des ventes de 11.6% suite à l'exacerbation de la concurrence des pays du sud de l'Europe.

L'évolution négative des activités de S+B s'est poursuivie au premier trimestre 2013. En comparaison avec le même trimestre de l'année précédente, son chiffre d'affaires s'est contracté de 15.5% et son volume de ventes de 12.8%.

Tableau 6 Vue d'ensemble de la situation financière aux premiers trimestres 2013/2012 à l'échelle du groupe

Groupe S + B	Unité	1T 2013	1T 2012	Variation année précédente en %
Volume de ventes	Kilotonne	530.0	608.0	-12.8%
Chiffre d'affaires	Mio. EUR	867.4	1'027.1	-15.5%
EBITDA avant charges de restructuration	Mio. EUR	47.2	73.1	-35.4%
Marge EBITDA avant charges de restructuration	%	5.4%	7.1%	-23.9%
Résultat opérationnel avant amortissements (EBITDA)	Mio. EUR	46.6	73.1	-36.3%

Source: informations de l'entreprise

3.7. Priorités stratégiques

Depuis 2003, S+B poursuit une stratégie d'investissement «buy-and-build» qui lui permet de se positionner aujourd'hui en tant que fournisseur entièrement intégré dans le domaine des aciers longs spéciaux. A travers ses activités intégrées d'un bout à l'autre de la chaîne de création de valeur, soit depuis la production jusqu'à la distribution en passant par la transformation et grâce à l'étendue de son offre en aciers longs spéciaux, S+B a réussi à se spécialiser sur un marché de niche de l'industrie sidérurgique. Entre 2004 et 2007, les opérations d'acquisition se sont succédé avec Edelstahl Witten-Krefeld Sàrl (2004, centrée sur les aciers de construction fins et les aciers à outils), Krupp Edelstahlprofile Sàrl (2005, centrée sur les aciers RCAC), Ugitech (2006, centrée sur les aciers RCAC longs) et Finkl & Sons, Sorel Forge (2007, centrée sur les aciers à outils). En mai 2013, S+B a soumis sa stratégie d'entreprise à une analyse stratégique et structurelle dans le but de l'adapter aux mutations du contexte économique. La nouvelle stratégie d'entreprise de S+B se concentre sur la production d'aciers longs spéciaux, l'accent portant sur le potentiel d'optimisation et de différenciation de la division

«Production». Plus particulièrement, les capacités supplémentaires apportées par A. Finkl & Sons à Chicago doivent être utilisées pour l'élargissement de la palette de produits et la progression du chiffre d'affaires.

Dans le cadre de sa nouvelle stratégie, S+B s'est recentrée sur la division «Production» par rapport aux autres divisions. Les priorités doivent dès lors porter sur la production d'aciers spéciaux (p. ex. des aciers RCAC et des mandrins en acier à outils) ainsi que sur les produits techniques susceptibles par exemple d'être utilisés pour la fabrication des composants des moteurs, des systèmes de propulsion et des trains de roulement. Ces secteurs étant caractérisés par une concurrence moins vive ainsi que par des produits et services plus facilement différenciables, il est possible d'y dégager des marges bénéficiaires comparativement plus élevées. Parallèlement, la fabrication de produits en acier de base pour générer de la marge contributive doit toutefois permettre d'exploiter les capacités de production encore inemployées.

3.8. Le marché mondial de l'acier et des aciers longs spéciaux

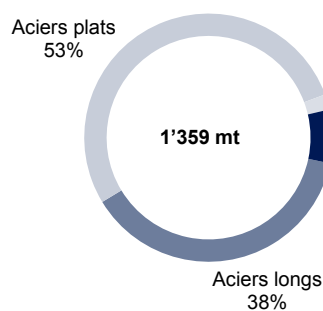
La production mondiale totale d'acier a été évaluée pour 2012 à quelque 1'359 millions de tonnes. Elle se répartit entre quatre grandes catégories, à savoir les aciers plats, les aciers longs, les aciers plats inoxydables et les aciers longs spéciaux (cf. illustration ci-après). La part des aciers longs spéciaux dans la production totale s'établit à 7% environ, soit approximativement 95 millions de tonnes d'aciers longs spéciaux (selon les estimations de la direction de S+B sur la base d'une étude de marché réalisée par Steel & Metals Market Research (SMR²)). Les aciers longs spéciaux contiennent des éléments d'alliage tels que le nickel, le chrome, le tungstène, le magnésium, etc. et sont traités (p. ex. par traitement thermique) en fonction des souhaits des clients de manière à leur conférer des propriétés spécifiques, comme par exemple certaines compositions chimiques et/ou structures cristallines. En comparaison avec les aciers longs spéciaux et les aciers RCAC, les aciers couverts par les autres segments de marché font figure de produits standards (aciers de base) avec des taux d'alliage plus faibles et moins de processus de traitement supplémentaires. C'est précisément sur ce point que repose un critère de différenciation absolument essentiel pour les aciers spéciaux. De fait, ces derniers peuvent être parfaitement adaptés pour répondre précisément aux exigences spécifiques de chaque client et de chaque domaine d'application. La production des aciers longs spéciaux est beaucoup plus complexe que celle des aciers de base.

² SMR est un institut d'études de marché indépendant.

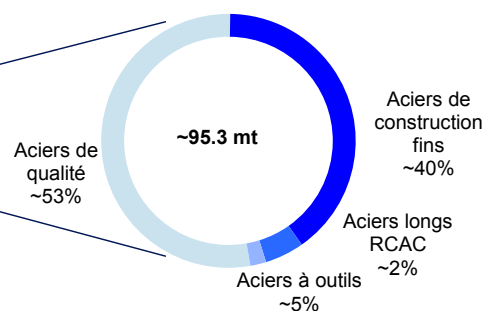
L'illustration ci-après montre les parts de marché estimées du marché global de l'acier et du segment des aciers longs spéciaux. S+B intervient exclusivement dans ce dernier, lequel est subdivisé en trois sous-segments, à savoir les aciers à outils, les aciers RCAC et les aciers fins de construction.

Illustration 4 Vue d'ensemble du marché de l'acier

Production d'acier mondiale totale 2012



Production d'aciers longs spéciaux mondiale 2012



Source: Steel and Metals Market Research

En comparaison avec les aciers de base, les marges du segment des aciers longs spéciaux sont moins sensibles aux fluctuations de prix des matières premières utilisées pour la production d'acier. Les aciers longs spéciaux étant essentiellement produits à partir d'acier récupéré (ferrailles d'acier avec ajout d'éléments d'alliage) soumis à des fluctuations de marché relativement fortes, un système de majoration de prix s'est instauré dans le secteur pour l'acier récupéré et les éléments d'alliage. Dans le cadre de ce système, les fluctuations de prix sont répercutées sur les clients finaux conformément à certains indices (sans renégociation des prix). Bien que ce dispositif ne permette pas d'amortir totalement les fluctuations de prix, il n'en reste pas moins que les variations de prix des matières premières utilisées pour les aciers longs spéciaux ont un impact beaucoup moins marqué sur les marges que dans le segment des aciers de base (dont la matière première est le minerai de fer).

La demande en aciers longs spéciaux est déterminée par la demande en produits et applications relevant de secteurs tels que l'automobile et l'aviation, la construction, le génie et la construction mécaniques, l'extraction du pétrole et du gaz de schiste, la technique médicale et d'autres industries applicatives. La demande en acier de base est en revanche largement fonction des projets d'infrastructures.



Chapitre 4 – Analyses d'évaluation

Stand alone / synergies / prime de contrôle

Les calculs prévisionnels utilisés par J. Safra Sarasin à des fins d'évaluation se sont limités à S+B en tant que société cible. En d'autres termes, ils se sont basés sur une évolution autonome («stand alone») des futures activités de S+B, sans prendre en considération les conséquences potentielles de l'offre de reprise annoncée par Venetos.

A travers l'acquisition de S+B, un acheteur opérant dans un secteur comparable aurait la possibilité d'exploiter des potentiels de synergie dans certains domaines particuliers. En fonction de l'acheteur, les synergies susceptibles d'être mises à profit relèvent de différents domaines tels que la distribution, la gamme de produits, l'approvisionnement en matières premières, la production, la transformation et le savoir-faire technique. De ce point de vue, les synergies pourraient porter aussi bien sur les coûts que sur les revenus.

De tels potentiels de synergie ne sont pas pris en considération dans le cadre de l'évaluation de S+B selon la méthode par actualisation des flux de trésorerie (DCF) ou sur la base de sociétés cotées comparables car par définition, un scénario «stand alone» exclut tout effet de synergie. Comme exposé ci-après, la présente évaluation s'appuie essentiellement sur la méthode DCF.

L'évaluation sur la base de transactions comparables et l'analyse des primes permettent une comparaison avec les prix qui ont été payés dans le cadre d'autres transactions (comparables). Ces prix peuvent fournir des indications quant à la rémunération des actionnaires de la société cible au titre des potentiels de synergie futurs. Les potentiels de synergie apportés par les actionnaires d'une société cible sont plus ou moins rémunérés en fonction de la configuration de chaque offre (p. ex. s'il existe plusieurs repreneurs potentiels concurrents). Quant aux primes de contrôle qui ne sont accordées qu'à certains actionnaires, elles ne sont plus autorisées dans le droit de reprise suisse.

Augmentation de capital

L'évaluation à laquelle nous avons procédé présuppose l'augmentation de capital prévue et la garantie des liquidités qui en découle, ainsi que la normalisation des coûts de financement. Par ailleurs, nous avons également présumé que les actionnaires actuels exerceraient leurs droits de souscription, ce qui permet d'exclure tout effet dilutif pour ceux-là.

Dans le souci de garantir la comparabilité avec l'offre d'achat de Venetos, toutes les indications se réfèrent aux actions nominatives de S+B actuellement en circulation (non diluées).

Date d'évaluation, point de vue de la direction, coûts exceptionnels et événements ultérieurs

La date d'évaluation a été fixée au 27 juillet 2013. Les calculs prévisionnels ont notamment été réalisés à partir du bilan au 31 décembre 2012, du budget et des projections 2013 ainsi que du plan à moyen terme de S+B pour la période 2014-2017. Les calculs prévisionnels ont également tenu compte des conclusions de l'analyse stratégique et structurelle achevée en mai 2013, de sorte que les prévisions de revenus à long terme sur lesquelles nous nous sommes appuyés peuvent être considérées comme réalisables.

Les charges exceptionnelles encourues en 2013 pour le refinancement de S+B (adaptation des contrats de crédit, intérêt exceptionnel, projet d'augmentation de capital conformément à la décision de l'assemblée générale 2013), l'analyse stratégique et structurelle ainsi que la restructuration de l'actionnariat ont été additionnées et incluses (corrigées des impôts) dans l'évaluation de l'endettement net. Par ailleurs, l'endettement net a été corrigé des engagements de pensions et des pertes fiscales reportées³.

La direction de S+B a confirmé à J. Safra Sarasin qu'il ne s'était produit aucun événement non divulgué susceptible d'avoir sur l'évaluation une influence matérielle qui ne serait pas prise en compte dans les projections 2013 et/ou dans le plan à moyen terme.

Dans le cadre d'un entretien avec le CEO et le CFO de S+B, J. Safra Sarasin a également eu la possibilité de vérifier la plausibilité de l'évaluation et des principales hypothèses sur lesquelles elle s'était appuyée.

Plans financiers utilisés

La valeur d'une entreprise se calcule sur la base des profits futurs que cette dernière est susceptible de réaliser compte tenu des facteurs de succès spécifiques (notamment sa substance matérielle, sa force d'innovation, ses produits et son positionnement sur le marché, son organisation interne, ses collaborateurs et sa direction) dont elle dispose au moment de l'évaluation. En admettant que les buts poursuivis soient exclusivement de nature financière, la valeur d'une entreprise découle de sa capacité à générer des excédents de

³ Dans le modèle d'actualisation des flux de trésorerie, l'utilisation des pertes fiscales reportées a été modélisée sous une forme simplifiée.

trésorerie pour ses propriétaires à partir de la combinaison de tous les facteurs influant sur sa capacité de rendement.

Horizon de planification et valeur résiduelle

Afin de calculer les futurs excédents financiers, J. Safra Sarasin a pris en considération comme base de départ l'évolution historique, les projections 2013 ainsi que le plan à moyen terme 2014-2017. L'horizon de planification a été fixé à la période jusqu'en 2019, tandis que l'excédent financier normalisé conforme aux hypothèses de calcul de la valeur résiduelle est extrapolé par la suite pour l'année 2020. Dans le cadre de cette normalisation, on a veillé à ce que la croissance, les marges, les investissements et le taux d'imposition apparaissent plausibles et cohérents au vu des valeurs historiques et de la stratégie future de S+B.

Plausibilité et cohérence des plans financiers

Dans le cadre de son travail d'évaluation, J. Safra Sarasin a estimé la plausibilité et la cohérence des principaux facteurs influant sur la valeur d'entreprise (les «moteurs de valeur» ou «value drivers»), en tenant compte de l'évolution historique, et sur la base des prévisions du marché. En outre, les plans financiers ont fait l'objet d'entretiens avec la direction de S+B, un point important en particulier pour évaluer les perspectives de croissance et de marges.

Des modifications ont été apportées au plan à moyen terme de S+B lorsque J. Safra Sarasin a jugé qu'elles étaient nécessaires. Le tableau suivant donne un aperçu des hypothèses employées par J. Safra Sarasin pour l'évaluation des principaux moteurs de valeur:

CROISSANCE	2014 – 2017	2018 – 2020
Croissance nominale du chiffre d'affaires (moyenne annuelle) L'activité de S+B est soumise à une demande très fluctuante, encore accentuée par la gestion des stocks des distributeurs et des clients. A ce titre, 2012 fut une année difficile, marquée par un recul du chiffre d'affaires de -9.2%. Ce repli était partiellement imputable au fait que S+B n'avait accordé que (trop) peu de ristournes, ce qui s'est traduit, dans certains cas du moins, par des pertes de parts de marché. En outre, la forte baisse des prix de la ferraille d'acier et des alliages a influé négativement le chiffre d'affaires de 2012, mais aussi du premier trimestre 2013. S+B compte reconquérir les parts de marché perdues à l'aide d'une nouvelle stratégie commerciale re-	Moyenne 3.8%	1.7%

<p>manière. Etant donné toutefois que le contexte économique de l'année 2013 reste très éprouvant, la direction de la société estime que cette dernière ne pourra pas tout à fait renouer avec son chiffre d'affaires de l'exercice précédent (2012).</p> <p>Les difficultés qui marquent 2012 et 2013 s'expliquent avant tout, selon la direction, par la dégradation de l'environnement conjoncturel sur le marché. Sur le plan structurel, la spécialisation de S+B dans des niches technologiques haut de gamme semble lui conférer un solide positionnement. Les risques potentiels tels que par exemple les possibilités de remplacement par des matériaux de synthèse ou des surcapacités en Chine susceptibles de se communiquer aux exportations, et donc d'influer négativement sur le chiffre d'affaires futur, sont jugés plutôt minces par S+B.</p> <p>En conséquence, nous partons du principe que l'entreprise pourra profiter d'un redressement général du marché et d'une reconquête de ses parts de marché entre 2014 et 2017. La direction de S+B, qui s'appuie sur les études de marché de SMR, table pour les activités Aciers à outils / Aciers RCAC sur une croissance du marché de l'ordre de 3.0 à 4.0% par an, et de 2.5% par an environ pour les aciers de construction fins. Le taux de croissance attendu pour le groupe S+B se situe aux alentours de 3.8% pour cette période, et intègre les légères progressions de parts de marché déjà évoquées.</p> <p>Un tassement du taux de croissance est prévu pour les années 2018 et 2019. On suppose que le niveau de chiffre d'affaires atteint à ce moment-là (2019), de l'ordre de 4.3 milliards d'euros, pourra être globalement maintenu sur la durée d'un cycle conjoncturel.</p>		
--	--	--

PROFITABILITÉ	2014 – 2019	2020
<p>Marge d'EBITDA</p> <p>Sur la base d'un chiffre d'affaires de 3'942 millions d'euros, la marge d'EBITDA de l'exercice 2011 (avant charges de restructuration) est ressortie à 7.5%. Sur la base d'un chiffre d'affaires de 3'581 millions d'euros, la marge d'EBITDA de l'exercice 2012 (avant charges de restructuration) est ressortie à 4.2%. Il en ressort que le principal moteur de la marge d'EBITDA de S+B réside dans les volumes vendus, soit dans le taux d'utilisation des capacités de production.</p> <p>Malgré un léger recul du chiffre d'affaires en 2013, la marge d'EBITDA devrait s'inscrire en hausse à 5.7%, en conséquence de l'important programme de restructuration entamé par S+B en 2012, lequel s'est accompagné d'une réduction d'effectifs et qui devrait permettre de réaliser des gains d'efficacité à partir de 2013.</p> <p>Pour la période 2014-2019, S+B table sur une amélioration de sa marge d'EBITDA</p>	Moyenne 7.4%	8.2%

<p>permise, d'une part, par la hausse des volumes de ventes, mais aussi, d'autre part, par la poursuite des gains d'efficacité.</p> <p>Pour la fin de l'horizon de planification, en 2020, nous partons d'une marge d'EBITDA de 8.2%, conforme à la zone cible de S+B⁴</p> <p>On suppose que ce niveau de marge pourra être globalement maintenu sur l'ensemble d'un cycle conjoncturel.</p>		
---	--	--

INVESTISSEMENTS	2014 – 2019	2020
<p>Investissements en pourcentage du chiffre d'affaires</p> <p>Ces dernières années, S+B a procédé à de nombreux investissements dans ses immobilisations. L'usine de Finkl & Sons aux Etats-Unis a ainsi été complètement rénovée. Il s'ensuit que les investissements des trois dernières années ont dépassé les amortissements annuels; en pourcentage du chiffre d'affaires, ils se sont élevés à 3.6%.</p> <p>Le plan d'investissement de S+B prévoit pour les années à venir des dépenses modérées dans les immobilisations, appelées à rester dorénavant un peu en dessous des amortissements annuels. Pour la période 2014-2019, les investissements devraient représenter entre 2.5% et 3.2% du chiffre d'affaires, et enregistrer une légère croissance naturelle en valeur absolue, en ligne avec la progression modérée du chiffre d'affaires.</p> <p>En 2020, les investissements devraient être au même niveau que les amortissements, ce qui fait que les immobilisations devraient rester stables. Ce faisant, les investissements devraient représenter 2.8% du chiffre d'affaires. Cette hypothèse doit également être considérée dans le contexte d'une quasi-stagnation du chiffre d'affaires à partir de 2019 et prévoit que cette faible croissance de la production puisse être compensée par la rationalisation technique des investissements.</p>	2.5% à 3.2%	2.8%

AUTRES MOTEURS DE VALEUR
<p>Valeur résiduelle: hypothèses de croissance après l'année 2020</p> <p>Le taux de croissance utilisé pour le calcul de la valeur résiduelle influence profondément le résultat de l'évaluation, car cette valeur joue généralement un grand rôle dans l'analyse par actualisation des flux de trésorerie (DCF). Pour l'évaluation de S+B, J. Safra Sarasin a supposé une croissance à l'infini de 1.5% par an, dans l'optique d'une inflation modérée à long terme sur les principaux marchés de distribution de l'entreprise. La monnaie de planification était l'euro.</p>

⁴ S+B anticipe d'atteindre une marge EBITDA supérieure à 8% sur le moyen terme selon la communication de l'entreprise au 1^{er} trimestre 2013

Taux d'imposition

S+B considère comme approprié un taux d'imposition moyen du groupe à long terme de 29.0%. Ce taux correspond en particulier à la charge fiscale sur son principal marché – l'Allemagne –, et semble donc plausible.

Méthodes d'analyse utilisées

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie (DCF) est la principale méthode utilisée pour évaluer le caractère approprié du prix d'achat sur le plan financier. Pour vérifier la plausibilité du résultat de l'évaluation ont été effectuées, en outre, une analyse des sociétés comparables (analyse Compco), une analyse des transactions comparables (analyse Compac), ainsi qu'une analyse des primes de contrôle (analyse des primes) payées sur le marché suisse lors de transactions boursières.

4.1. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (DCF)

Dans la méthode d'actualisation des flux de trésorerie («Discounted Cash Flows» ou DCF) est d'abord calculée la valeur actualisée des excédents financiers du patrimoine nécessaire à l'exploitation. Les flux de trésorerie disponibles («Free Cash Flows») ont été retenus comme excédents financiers à la disposition des actionnaires et des bailleurs de fonds étrangers. La somme des valeurs actualisées de ces flux de trésorerie (valeur résiduelle comprise) et, le cas échéant, des actifs non nécessaires à l'exploitation donne la valeur brute de l'entreprise. De celle-ci sont déduits les engagements portant intérêts, corrigés des liquidités excédentaires, pour obtenir la valeur nette de l'entreprise, soit la valeur des fonds propres.

Pour le calcul de la valeur actualisée des excédents financiers, le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré des fonds propres et des fonds étrangers («Weighted Average Cost of Capital» ou WACC). Le calcul des composantes du coût du capital se base sur le modèle d'évaluation des actifs financiers («Capital Asset Pricing Model» ou CAPM).

Etant donné que les plans financiers sont établis en euros, le taux d'actualisation a été calculé sur la base du coût du capital dans cette monnaie. Les paramètres suivants ont été retenus lors du calcul du taux d'actualisation.

Taux d'intérêt sans risque

Afin de déterminer le taux d'intérêt sans risque, on a pris comme point de départ le taux d'intérêt en euros d'un placement (quasiment) sans risque sur le marché des capitaux, en l'occurrence le rendement des emprunts d'émetteurs publics

pouvant être obtenu à long terme. Etant donné toutefois que les échéances sont limitées dans le temps, il a été nécessaire d'émettre une hypothèse quant au niveau du taux d'intérêt lié au réinvestissement. On a consulté à cet effet l'évolution des taux d'intérêt historique à titre d'information.

Des titres d'emprunts de la République fédérale d'Allemagne avec une durée résiduelle d'environ 30 ans affichaient un rendement de 2.4%⁵ au 19 juillet 2013. Ce faible taux de rémunération s'explique par le contexte de taux bas actuel. Sur un historique plus long de 57 ans, le niveau moyen des taux d'intérêt se révèle toutefois nettement supérieur, puisqu'il atteint 6.4%⁶ pour des titres d'emprunts de la République fédérale d'Allemagne avec une échéance d'environ 10 ans. Compte tenu de l'évolution des taux d'intérêt dans le passé et du rendement actuel de ces titres d'emprunts à long terme, c'est un taux sans risque de base de 4.5% qui a été retenu pour l'évaluation.

Prime de risque

Un engagement dans une entreprise comporte toujours des risques. C'est pourquoi les excédents financiers futurs ne peuvent être prévus avec certitude. Les investisseurs font payer le risque d'entreprise qu'ils sont prêts à assumer à travers une prime de risque. Comme les investisseurs contractent un risque particulier lors de la mise de fonds dans une entreprise, ils exigent une prime qui vient s'ajouter au taux d'intérêt sans risque (la prime de risque). De sorte à obtenir un risque équivalent aux flux de capitaux à escompter, l'établissement de la prime de risque doit s'orienter sur la structure de risque de l'entreprise à évaluer.

Le calcul de la prime de risque peut s'appuyer sur des modèles de formation des cours sur les marchés de capitaux. Le modèle le plus utilisé en théorie et en pratique est le Capital Asset Pricing Model (CAPM). Celui-ci a été utilisé dans le cadre de la présente expertise.

La prime de risque spécifique à une entreprise est obtenue en multipliant le facteur bêta de l'entreprise par la prime de risque du marché. Le facteur bêta est une mesure du risque spécifique à l'entreprise par rapport au risque de l'ensemble du marché. Un facteur bêta supérieur à 1 signifie que la valeur des fonds propres de l'entreprise considérée, mesurée sur la base du cours de l'action, réagit en moyenne plus que proportionnellement aux variations du marché; à l'inverse, un facteur bêta inférieur à 1 signifie que la valeur varie en moyenne moins que proportionnellement.

⁵ Source: Bloomberg

⁶ Source: Datastream

Le calcul de la prime de risque du marché découle du différentiel de rendement entre un investissement en actions et un placement sans risque. Des études sur les marchés des capitaux ont démontré qu'à long terme, les investissements en actions ont dégagé par le passé des rendements supérieurs à ceux d'emprunts à faible risque. En Allemagne, d'après une étude fréquemment employée, le rendement excédentaire atteignait 5.4%⁷. Etant donné que le rendement excédentaire réel attendu ne peut qu'être estimé, nous recourons pour nos calculs à une prime de risque du marché arrondie à 5.5%. Avec le taux sans risque, nous obtenons pour le marché des actions un rendement total de 10.0%⁸. La jurisprudence récente allemande concernant l'évaluation du caractère financièrement approprié des valeurs utilisées lors de l'annulation d'actions (procédure de «squeeze out» ou d'exclusion forcée) fait également ressortir un rendement du marché des actions compris entre 10.0 et 11.0%.

Pour obtenir le facteur bêta de S+B, nous avons utilisé le facteur bêta d'entreprises comparables (cf. annexe 3, Bêtas de sociétés cotées comparables). Afin que les facteurs bêta de sociétés comparables soient effectivement comparables, ils ont été corrigés de l'endettement spécifique à chaque entreprise (bêta corrigé de l'endettement ou «unlevered beta»). Le facteur bêta corrigé de l'endettement (bêta hors endettement) moyen de ces entreprises comparables se monte à 0.95.

Afin de pouvoir déterminer le facteur bêta de S+B à partir du bêta corrigé de l'endettement du groupe de sociétés comparables, il doit être à son tour adapté au niveau d'endettement spécifique de S+B.

Le calcul du facteur bêta de S+B s'appuie sur la structure d'endettement attendue estimée (appelée structure de capital cible), qui optimise le coût moyen pondéré du capital total de S+B à long terme tout en conférant à l'entreprise la flexibilité de fonctionnement requise (c'est-à-dire, entre autres, en évitant de devoir recourir excessivement à des fonds étrangers). D'après nos entretiens avec la direction de S+B et sur la base de nos propres estimations, nous considérons qu'un recours aux fonds étrangers (mesuré en tant qu'endettement net) de l'ordre de 2x l'EBITDA serait approprié au vu de l'intensité du taux d'immobilisation et de la volatilité de l'activité dans l'industrie sidérurgique. Ceci résulte en un degré d'endettement (endettement net / fonds propres aux valeurs de marché) d'environ 60%.

⁷ Source: Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, London Business School, juillet 2011

⁸ cf. Oberlandesgericht de Stuttgart des 14.09.2011, 19.01.2011, 17.03.2010, 16.02.2007 et 26.10.2006; Oberlandesgericht de Francfort des 07.06.2011, 10.05.2007 et 09.02.2010.

Coût des fonds étrangers

Au vu des contacts bancaires de S+B et de nos propres estimations, nous partons du principe que le coût des fonds étrangers de l'entreprise, compte tenu de sa structure de capital cible, se situe à long terme à 250 points de base (tout compris) au-dessus du taux d'intérêt sans risque.

Coût total du capital

Sur la base des hypothèses qui précèdent, le coût total du capital pour S+B se calcule comme suit:

Tableau 7 Décomposition du calcul du coût moyen pondéré du capital (WACC)

Calcul WACC		
(montants parfois arrondis)	S + B	Définition et sources:
Taux d'intérêt sans risque	4.50%	Evaluation BJSS à l'aide des rendements hist./actuels des emprunts à long terme de l'Etat fédéral allemand Datastream, Bloomberg
Prime de risque du marché	5.50%	Evaluation BJSS à l'aide d'études au sujet du rendement historique du marché des actions allemand E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, London Business School, juillet 2011
Bêta hors endettement	0.95	Analyse des groupes de pairs; Bloomberg
Bêta après réintégration de l'endettement	1.35	= bêta hors endettement * (1+(1-s) * gearing)
Coûts des fonds propres	11.93%	= taux d'intérêt sans risque + (prime de risque du marché * bêta après réintégration de l'endettement)
Taux d'intérêt sans risque	4.50%	Evaluation BJSS à l'aide des rendements hist./actuels des emprunts à long terme de l'Etat fédéral allemand Datastream, Bloomberg
Prime de risque	2.50%	Analyse des spreads, propres évaluations
Coûts des fonds étrangers	7.00%	
Coûts des fonds étrangers (ajustés de l'impôt)	4.97%	= Coûts des fonds étrangers * (1-s)
Gearing (endettement net / fonds propres ¹⁾)	0.60	Structure du capital visée à long terme
Part de fonds étrangers	37.52%	
Part de fonds propres	62.48%	
Taux d'imposition (s)	29.00%	Taux marginal d'imposition
WACC (ajustés de l'impôt)	9.32%	Coût pondéré de l'ensemble du capital ajusté de l'impôt

¹⁾ Valeur de marché

Sources: voir les définitions ci-dessus

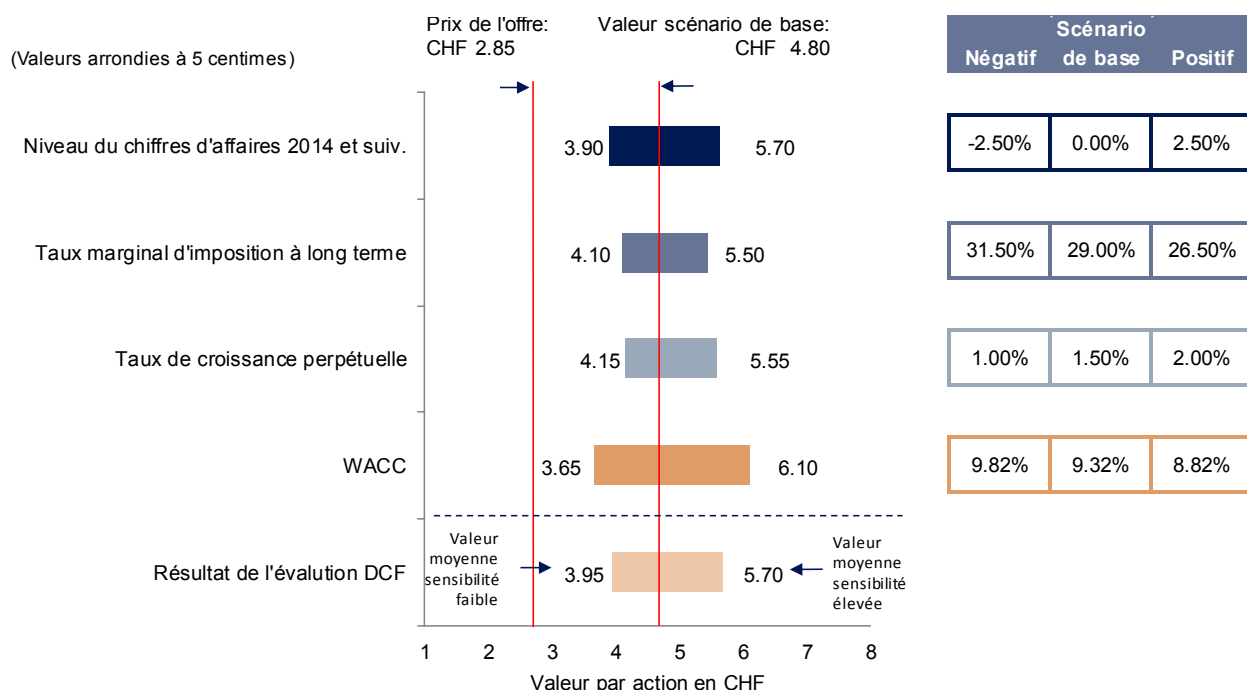
Endettement net

Les charges exceptionnelles – dans la mesure où elles n'ont pas été intégrées au calcul des flux de trésorerie – ont été rajoutées à l'endettement net comme indiqué au chapitre 4 à la page 18.

Analyse de sensibilité

La marge de fluctuation de la valeur de l'évaluation par DCF a été fixée par une analyse de sensibilité, laquelle s'appuie sur différentes hypothèses de variation de la valeur des principaux paramètres, ces derniers étant le chiffre d'affaires, le coût moyen pondéré du capital (WACC), la croissance à l'infini et le taux d'imposition à long terme. L'analyse de sensibilité suppose que l'augmentation de capital à hauteur de 331 millions de CHF ne donne lieu à aucune dilution du résultat de l'évaluation par action, ce qui réduit légèrement le levier financier, et donc la sensibilité du résultat de l'évaluation. Le résultat de l'analyse de sensibilité est représenté dans le graphique ci-après.

Illustration 5 Décomposition de l'analyse de sensibilité



Source: BJSS

Il ressort de l'analyse de sensibilité que les résultats de l'évaluation dépendent fortement de la valeur des hypothèses. En particulier, toute variation du chiffre

d'affaires entraîne une forte modification du résultat de l'évaluation. Ce phénomène s'explique en particulier par le fait que, d'une part, en cas de progression du chiffre d'affaires, les flux de trésorerie disponibles croissent même si les marges stagnent, tandis que, d'autre part, en raison du levier opérationnel, une hausse du chiffre d'affaires se traduit généralement par une augmentation des marges (et inversement en cas de baisse du chiffre d'affaires). Ce levier opérationnel est particulièrement élevé pour S+B en raison de coûts fixes importants dans l'industrie sidérurgique.

Outre ce levier opérationnel, S+B affiche également après l'augmentation de capital un endettement très significatif, ce qui explique que les variations de valeurs aient un effet plus que proportionnel sur le cours des actions. Pour en tenir compte, nous avons fixé pour l'évaluation par DCF une marge de fluctuation du cours relativement large de CHF 3.95 à 5.70 par action nominative.

4.2. Évaluation sur la base de sociétés cotées comparables (Compco)

Cette méthode est souvent privilégiée par l'analyse financière car en général, les acteurs du marché des capitaux ne disposent pas des plans financiers détaillés des entreprises. Etant donné que J. Safra Sarasin a pu consulter les plans financiers de S+B et qu'elle a pu juger de leur plausibilité au travers de ses entretiens avec la direction, nous considérons l'évaluation par DCF comme la méthode d'évaluation la plus pertinente. L'évaluation à l'aide de sociétés cotées comparables sert ainsi principalement à vérifier et à contrôler la plausibilité du résultat de l'évaluation par DCF.

Méthodologie de base

La division de la valeur d'entreprise (valeur boursière actuelle plus endettement net, engagements de pensions (corrigés des impôts) et intérêts minoritaires, déduction faite des pertes fiscales reportées) de sociétés cotées comparables par les chiffres clés financiers actuels et/ou attendus (par exemple: chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, bénéfice net) pour les deux années civiles suivantes⁹ permet d'obtenir des multiples ainsi qu'une moyenne (voir l'annexe 1, Multiples des sociétés cotées comparables). L'application de ces multiples moyens aux chiffres clés financiers de S+B (EBITDA) donne un résultat d'évaluation pour chaque multiple moyen calculé.

Les deux facteurs suivants ont une importance considérable sur le résultat de l'évaluation:

⁹ Pour obtenir une meilleure comparabilité, les multiples ont été recalculés pour l'année civile lorsque la date de clôture du bilan de certaines entreprises ne tombait pas au 31 décembre.

- le multiple moyen obtenu et
- la sélection et le calcul des chiffres clés financiers de S+B auxquels le multiple est appliqué.

Le multiple moyen dépend principalement du choix des sociétés comparables retenues. Le multiple n'est pertinent que si l'on dispose de sociétés comparables à la société à évaluer du point de vue de ses caractéristiques essentielles.

Etant donné que l'évaluation par les sociétés comparables s'appuie en général sur le résultat attendu pour les deux prochaines années (années civiles 2013E et 2014E), ces calculs ne reflètent l'image de la valeur de l'entreprise que pour un horizon à assez court terme. D'une manière générale, le potentiel de croissance et d'amélioration des marges réalisable à moyen terme ainsi que le stade spécifique dans lequel l'entreprise se trouve dans le cadre de son cycle commercial ne peuvent être établis que si les sociétés comparables ont des potentiels de croissance et de marges semblables et qu'elles se trouvent dans la même phase de cycle commercial.

Choix des sociétés comparables à S+B

Le choix de société comparables à S+B s'est avéré relativement ardu car aucune entreprise (du moins parmi les sociétés comparables cotées en bourse) ne présente la même combinaison unique d'activités sur des marchés de niche de la production sidérurgique (aciers RCAC, aciers de construction fins et aciers à outils, couvrant l'ensemble de la chaîne de création de valeur depuis la production au traitement et à la distribution (y compris de produits de tiers)). Concernant ses marchés finaux, l'entreprise S+B est principalement exposée à la construction de machines et d'équipements, mais aussi à l'industrie automobile. Dans une moindre mesure, le résultat du groupe dépend également des secteurs de l'énergie, du bâtiment et de la chimie. Bien que le groupe S+B soit présent dans le monde entier, il réalise une part particulièrement importante de son résultat en Allemagne (environ 47% pour l'exercice 2012), dans d'autres pays européens (env. 34%) et en Amérique du Nord (env. 12%). A partir de 2013, la part de cette dernière région devrait toutefois augmenter suite à l'ouverture de la nouvelle usine.

Pour tenir compte de cette configuration, J. Safra Sarasin a constitué un groupe de comparables reflétant autant que possible les caractéristiques de S+B décrites plus haut en termes de produits, de zones géographiques et de marchés finaux. En l'occurrence, il s'agit essentiellement de principaux concurrents internationaux de S+B dans les aciers spéciaux ainsi que de spécialistes des aciers RCAC, lesquels partagent des marchés finaux avec S+B dans des proportions

comparables. Il convient toutefois de préciser que ces entreprises sont par exemple susceptibles de différer les unes des autres en ce qui concerne les types de produits et peuvent ainsi produire des aciers plats. Ces particularités, et d'autres encore, des sociétés choisies réduisent leur comparabilité avec S+B. En ce qui concerne l'adéquation géographique, la majorité des entreprises comparables ont leurs marchés domestiques en Europe. Deux producteurs américains d'aciers spéciaux, ainsi qu'un sidérurgiste brésilien qui dessert les marchés de l'Amérique du Nord et du Sud, ont été rajoutés à l'échantillon afin de tenir compte de l'activité de S+B en Amérique. En raison du caractère intégré de S+B, d'une part, et de l'accent sur la production souhaité par la société en conséquence de son recentrage, d'autre part, aucun distributeur pur de produits métallurgiques (comme par exemple Klöckner) n'a été intégré au groupe de comparables, les sociétés sélectionnées disposant généralement, comme S+B, de leurs propres capacités de distribution. Les critères de sélection concrets, ainsi que les sociétés comparables choisies, sont rassemblés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 8 Vue d'ensemble des sociétés comparables

Entreprises comparables	Sous-groupe 1: producteurs d'acier	Sous-groupe 2: producteurs spécialisé en acier RCAC
Critères de sélection	1) Concurrent de S+B dans le domaine des aciers spéciaux (aciers de construction fins, RCAC et/ou à outils) 2) Marchés finaux similaires 3) Adéquation géographique équilibré	1) Concurrents dans le domaine des aciers RSH 2) Adéquation géographique équilibré
Avantages et inconvénients	+ meilleure comparabilité avec S+B - Mix de produits partiellement différent (plutôt aciers plats) - Souvent, seule une partie de l'entreprise est comparable - en partie beaucoup plus grand que S+B	+ comparable dans ce marché de niche + mieux comparable du point de vue de la taille que les producteurs d'acier globaux - les aciers RCAC représentent uniquement une partie des activités de S+B (37 % du chiffre d'affaires 2012)
Entreprises sélectionnées	Voestalpine Allegheny Technologies Daido Steel Carpenter Gerdau SSAB	Acerinox Aperam

Source: BJSS

En raison du contexte de marché actuellement difficile dans le domaine de la sidérurgie, nombre de sociétés comparables affichent actuellement des résultats négatifs, qu'il s'agisse du résultat net ou du résultat d'exploitation (EBIT). Dans l'ensemble, les analystes financiers s'attendent à ce que ces résultats négatifs persistent, au moins en partie, pour les années qui viennent, et à ce qu'ils restent

nettement inférieurs à la moyenne normalisée pour la totalité du cycle économique (over-the-cycle). Ainsi, le calcul de multiples pour ces sociétés aux résultats négatifs n'a pas été possible. En outre, les résultats des entreprises n'ayant enregistré que des chiffres légèrement positifs n'ont pas pu non plus être interprétés de manière valable (en raison de multiples très élevés). Même au niveau de l'EBITDA, on observe des multiples relativement élevés pour les sociétés comparables, en raison de l'évolution attendue du marché de l'acier à court terme et du faible EBITDA attendu en conséquence (cf. annexe 1, Multiples de sociétés cotées comparables). Afin de tenir compte de ces circonstances spécifiques, l'évaluation a été axée principalement sur les multiples d'EBITDA de l'année civile 2014E. Du fait des écarts de marges des sociétés comparables, nous avons renoncé à une évaluation sur la base d'un multiple de chiffre d'affaires.

Résultat de l'évaluation sur la base de sociétés cotées comparables

L'évaluation à partir des multiples d'EBITDA 2014E fait ressortir une valeur de CHF 6.05 par action S+B. En supposant une marge d'évaluation de plus ou moins 10%, on obtient une fourchette de CHF 5.45 à 6.65 par action.

Les résultats de l'analyse Compco s'avèrent dès lors quelque peu supérieurs aux résultats de l'évaluation par DCF.

4.3. Évaluation sur la base de transactions comparables (Compac)

Si un acheteur stratégique et un vendeur veulent se mettre d'accord sur un prix en vue d'un rachat, les deux parties doivent évaluer, dans le cadre de leur expertise d'évaluation, le potentiel combiné de la nouvelle entité en termes de synergies et de marchés. Pour être sélectionné, le repreneur peut se déclarer prêt à intégrer une partie de ce futur potentiel dans son offre de prix, ce qui se traduit par une prime sur le cours de bourse. Une analyse des transactions comparables peut éclairer sur les multiples payés dans de telles situations de rachat. Force est toutefois de constater qu'il est difficile de trouver des transactions à la fois comparables et récentes. Celles-ci ne peuvent remonter trop loin dans le passé, les multiples payés - comme l'évaluation des marchés d'actions - pouvant connaître de fortes variations dans le temps.

Méthodologie de base

Le multiple payé est obtenu en divisant la valeur d'entreprise versée dans le cadre d'une offre d'achat par les chiffres clés financiers choisis (par exemple: chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, bénéfice net) de la société cible. Plusieurs

transactions permettent donc de calculer un multiple moyen, lequel conduit, via une multiplication par l'excédent financier correspondant de la société cible, à une valeur d'entreprise implicite pour cette dernière.

Sélection des transactions comparables

Précisons d'emblée qu'au cours des trois dernières années ont eu lieu seulement un nombre très limité de transactions dans le domaine d'activité spécifique de S+B. En outre, les sociétés cibles n'étaient en partie pas cotées et ni le prix d'achat ni les multiples n'ont donc été rendus publics.

Notre sélection des transactions s'est appuyée principalement sur les critères suivants:

- Transactions annoncées au cours des trois dernières années,
- Transactions supérieures à 100 millions de CHF,
- Entreprises exerçant une activité industrielle dans le domaine des aciers longs spéciaux,
- Multiples disponibles,
- Acquisition d'une participation de plus de 50% dans la société cible.

Le rachat d'Ascometal par Apollo Global Management est ressorti comme la seule transaction véritablement comparable dans le domaine des aciers longs spéciaux avec des multiples disponibles. Ascometal est un producteur européen de premier plan d'aciers longs spéciaux destinés à l'industrie automobile, au secteur pétrolier et gazier, à la construction mécanique ainsi qu'à la fabrication de roulements et de ressorts. Le siège de la société se trouve en France et elle a réalisé en 2010 un chiffre d'affaires de 720 millions d'euros environ. Dans le cadre de cette transaction, Apollo Global Management a payé 300 millions d'euros, et repris une dette nette de 100 millions d'euros. Il en ressort ainsi une valeur d'entreprise de 400 millions d'euros, ce qui correspond, sur la base d'un EBITDA de 50 millions d'euros environ en 2010, à un multiple de 8x l'EBITDA.

Tableau 9 Transaction comparable

Société cible	Société acquéreuse	Date de l'annonce	Mode de paiement	Multiple EBITDA
				LTM
Ascometal	Apollo Global Management	15.07.2011	Espèces	8.0 x

Sources: Mergermarket, Les Echos

Etant donné que la situation du marché des aciers spéciaux pour produits longs n'était pas la même en 2010 qu'aujourd'hui ou qu'au cours des 12 derniers mois, nous avons utilisé également l'EBITDA de 2010 pour l'évaluation de S+B.

Résultat de l'évaluation sur la base de transactions comparables

Il ressort de cette évaluation une valeur de CHF 7.85 par action, soit, avec une marge d'évaluation de plus ou moins 10%, une valeur par action comprise entre CHF 7.05 et CHF 8.65

Compte tenu de l'existence d'une seule et unique transaction comparable au cours des trois dernières années, cette méthode d'évaluation est toutefois assez peu probante et ne prend pas en compte la dégradation de l'environnement du marché actuelle, puisqu'un EBITDA historique a été utilisé. La réalisation de la valeur indiquée présuppose un meilleur environnement de marché que celui dans lequel a évolué S+B durant les 12 derniers mois.

4.4. Analyse des primes payées sur le marché des capitaux en Suisse (analyse des primes)

Dans une autre analyse, nous avons évalué le rapport de la prime calculée sur la base du cours moyen pondéré des volumes (VWAP) de l'action S+B au cours des 60 dernières séances boursières avant l'annonce d'une offre possible au regard des primes payées lors des précédentes transactions boursières comparables.

La configuration particulière liée au cadre d'une offre publique d'achat influence considérablement la prime. Ainsi, par exemple, le montant de la participation de l'acheteur dans la société cible au moment de l'annonce préalable est essentiel: si l'acheteur dispose déjà d'une majorité confortable du capital-actions, il sera moins disposé à accorder aux autres actionnaires une prime de contrôle supplémentaire sur le cours de l'action, puisqu'il exerce effectivement déjà un contrôle de fait sur la société. En outre, l'existence ou l'absence d'offres concurrentes doit également être prise en considération. Des primes plus élevées ont été payées par le passé lorsque différents repreneurs potentiels se disputaient la société cible (par exemple Saia Burgess, SIG, sia Abrasives) par rapport à des offres sans concurrence. En outre, le mode de règlement doit également être pris en compte, et c'est la raison pour laquelle seules les offres en espèces (règlement en espèces de 50% au moins du prix d'achat) ont été considérées dans cette analyse.

De plus, les catégories d'actions qui disposaient de droits de vote préférentiel, ou une valeur nominale plus faible pour le même droit de vote, ont fait l'objet de primes plus élevées à différentes occasions par le passé. Par conséquent, les

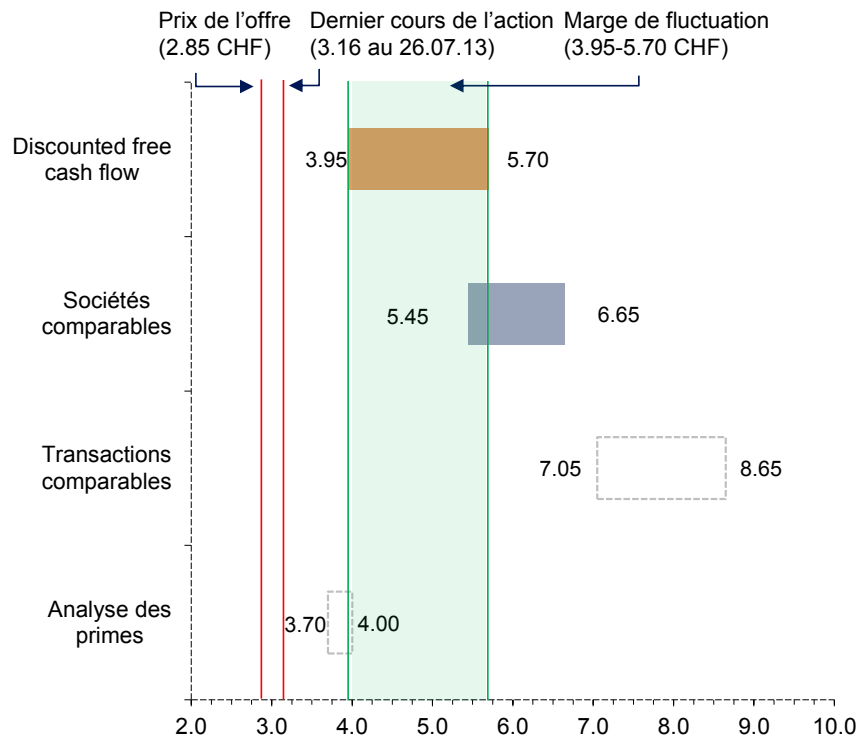
critères retenus pour la prise en considération de transactions comparables ont été fixés comme suit:

- Prise en compte de transactions à partir du 1^{er} janvier 2006,
- La société cible est/était cotée à la SIX Swiss Exchange,
- Valeur de la transaction de 100 millions de CHF minimum,
- Les banques, les assurances et les sociétés de participation n'ont pas été prises en compte,
- Offres en espèces exclusivement («cash offer») ou au moins majoritairement,
- Le capital-actions de la société cible se compose d'une seule catégorie d'actions,
- Avant le lancement de l'offre d'achat, le repreneur ne détenait pas de participation majoritaire supérieure à 50% dans la société cible, et
- Pas de prise en considération des offres disputées entre plusieurs repreneurs potentiels, ou qui auraient fait l'objet d'une surenchère pendant la durée du processus.

Sur la base d'une prime payée moyenne de 35.3% et du cours moyen de l'action nominative de S+B pondéré des volumes sur les 60 jours précédant le 1^{er} juillet 2013, s'établissant à 2.85 CHF, et en supposant une marge de variation de la prime de plus ou moins 5%, on obtient une valeur comprise entre CHF 3.70 et 4.00 par action nominative. L'évaluation des primes obtenues sur le marché suisse des capitaux dans le cadre d'offres en espèces est représentée dans l'annexe 2, Analyse des primes.

4.5. Synthèse des résultats des évaluations

Illustration 6 Synthèse des résultats des évaluations



Source: BJSS

Le résultat de la méthode d'évaluation par DCF se situe en-dessous du résultat de l'analyse des sociétés cotées comparables. Les deux méthodes font ressortir une valeur considérablement au-dessus du prix de l'offre d'achat. En comparaison, l'analyse des transactions comparables fait ressortir une valeur nettement supérieure. Ce multiple date cependant d'une période (2011) durant laquelle l'industrie sidérurgique opérait dans un environnement de marché nettement plus favorable. Par conséquent, la pertinence de cette valeur est restreinte dans l'environnement de marché actuel et celle-ci est tout au plus concrétisable sur le moyen-terme (over-the-cycle). Etant donné que cette valeur ne découle que d'une seule transaction comparable, sa force probante s'en trouve considérablement réduite. J. Safra Sarrasin estime que l'analyse des primes n'est aucunement probante dans le cas présent, puisque le cours de bourse actuel de S+B constitue la base du calcul et que celui-ci a sans doute été influencé de manière négative au cours des derniers mois par les incertitudes liées au refinancement de l'entreprise.

Chapitre 4 – Analyses d'évaluation

Par conséquent, J. Safra Sarasin s'appuie, dans le cas présent, sur le résultat de l'évaluation par DCF. Il ressort de la procédure d'évaluation de S+B décrite ci-dessus une marge de fluctuation (fourchette) d'évaluation allant de CHF 3.95 à 5.70 par action nominative S+B.

Le prix de CHF 2.85 proposé par Venetos dans le cadre de son offre d'achat est ainsi clairement inférieur à cette marge de fluctuation d'évaluation.



Chapitre 5 – Résultat de l'expertise

Au vu des analyses d'évaluation et des réflexions figurant dans la présente expertise, le prix de rachat approprié sur le plan financier devrait se situer à l'intérieur de la marge de fluctuation d'évaluation calculée de CHF 3.95 à 5.70 par action nominative S+B. Cette conclusion s'appuie principalement sur le résultat de l'évaluation par DCF. Il s'ensuit que le prix proposé par Venetos dans le cadre de son offre d'achat, en l'occurrence CHF 2.85, ne nous semble pas approprié sur le plan financier. Ce résultat est en outre étayé par l'analyse sur la base de sociétés cotées comparables (Compco).

Avis relatif à la sensibilité de la valeur d'entreprise

Le fort niveau d'endettement de S+B (levier financier) et les importants coûts fixes associés à la production d'acier (levier opérationnel), combinés à la volatilité du chiffre d'affaires, se traduisent par une sensibilité notable du résultat de l'évaluation au développement commercial, que celui-ci prenne un tour inattendu à la hausse comme à la baisse. Les calculs prévisionnels sur lesquels nous nous sommes basés dans le cadre de la présente expertise donnent une image réaliste de l'état de l'activité du point de vue actuel de la direction.

Hypothèses employées pour l'augmentation de capital envisagée de S+B

L'évaluation s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle S+B sera en mesure, dans le cadre d'une augmentation de capital, de se procurer dans les délais requis les liquidités nécessaires pour rembourser certains créanciers et financer son activité d'exploitation. On suppose également que les actionnaires de S+B pourront éviter tout effet dilutif de cette augmentation de capital en exerçant leurs droits de souscription.

Important pour les actionnaires privés

Le résultat de la présente expertise ne prend pas en considération les conséquences fiscales éventuelles pour certains actionnaires. Des renseignements à ce sujet figurent dans le prospectus d'offre de Venetos.

Zurich, le 31 juillet 2013

Banque J. Safra Sarasin SA

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess

Annexes

Annexe 1: Multiples de sociétés cotées comparables (Compco)

Société	Pays	Monnaie	Cap. boursière (en mio. en monnaie locale)	Chiffre d'affaires		EBITDA		EBIT	
				CY 2013E	CY 2014E	CY 2013E	CY 2014E	CY 2013E	CY 2014E
Voestalpine	Autriche	EUR	4'979	0.8x	0.7x	5.9x	5.6x	10.0x	9.1x
Allegheny	Etats-Unis	USD	3'016	1.1x	1.0x	14.5x	8.9x	31.5x	13.2x
Daido Steel	Japon	JPY	235'525	0.9x	0.8x	9.6x	8.0x	17.8x	13.2x
Carpenter	Etats-Unis	USD	2'599	1.4x	1.3x	8.6x	7.0x	12.2x	9.6x
SSAB	Suède	SEK	13'680	0.9x	0.8x	12.4x	8.1x	N/M	22.2x
Gerdau	Brésil	BRL	24'670	1.0x	0.9x	8.6x	7.0x	15.8x	11.7x
Acerinox	Espagne	EUR	1'894	0.6x	0.5x	10.8x	7.2x	27.9x	12.9x
Aperam	Luxembourg	EUR	728	0.3x	0.2x	5.1x	3.9x	N/M	20.8x
Moyenne (toutes les sociétés)				0.9x	0.8x	9.4x	7.0x	19.2x	14.1x
Moyenne (sans min. et max.)				0.9x	0.8x	9.3x	7.2x	18.4x	13.6x

Sources: rapports annuels, Bloomberg

Annexe 2: Analyse des primes

Société cible	Société acquéreuse	Date de l'annonce ¹⁾	Valeur totale de la transaction (fonds propres en Mio CHF)	Participation dans la société cible lors de l'annonce	Participation finale atteinte dans la société cible	Niveau d'acceptation minimal	Prime sur la base du VWAP ²⁾
Leclanché Switzerland	EnergyGroup Holding	21.02.2006	25	51%	79%	-	8%
Energie Electrique du Simplon	Energie Ouest Suisse	28.06.2006	101	90%	91%	-	14%
Agie Charmilles	Georg Fischer	22.08.2006	733	80%	93%	90%	14%
Saurer	Unaxis (aujourd'hui OC Oerlikon)	06.09.2006	1'964	45%	99%	50% + 1 action	36%
SIG ³⁾	Rank Group	25.09.2006	2'739	0%	75%	67%	52%
Bank Linth ³⁾	LLB	03.11.2006	435	1%	72%	67%	31%
Gétaz Romang Holding	CRH Europe Holding	05.03.2007	537	33%	99%	67%	25%
Henniez	Nestlé	04.09.2007	212	62%	100%	-	-5%
Implenia ⁴⁾	LIL Investments (Laxey Partners)	01.11.2007	614	34%		-	6%
SEZ	LAM	11.12.2007	639	7%	95%	67%	54%
Von Roll ⁴⁾	Groupe d'actionnaires de Fink	12.12.2007	1'567	44%	63%	-	0%
Baumgartner	Behr Bircher Cellpack	29.02.2008	54	26%	91%	67%	0%
Eichhof Getränke Holding AG ⁵⁾	Heineken International B.V.	10.04.2008	N/A	N/A		N/A	N/A
Speedel	Novartis	10.07.2008	1'016	61%	100%	-	80%
sia Abrasives ³⁾	Bosch	26.08.2008	316	48%	100%	N/A	17%
Ciba	BASF	15.09.2008	3'346	1%	95%	67%	64%
Quadrant	Aquamit BV	05.04.2009	237	33% ⁶⁾	95%	67%	58%
Metraux Services Holding AG	Swiss Automotive Group AG	13.05.2009	68	54%	99%	-	51%
Day Software Holding AG	Adobe Systems Benelux B.V.	28.07.2010	219	11%	99%	67%	59%
Winterthur Technologie AG	3 M (Suisse)	06.12.2010	363	14%	85%	67%	23%
Datacolor ⁷⁾	Werner Dubach	16.12.2010	71	33%	77%	-	25%
Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen III AG	17.01.2011	267	33%	81%	50%	7%
Medical Research, Services & Investments	Genolier Swiss Medical Network SA	20.01.2011	116	55%	84%	-	8%
Schulthess Group AG	Nibe Industrier AB	11.04.2011	638	31%	97%	67%	26%
Absolute Private Equity AG	HarbourVest Acquisition GmbH	26.04.2011	806	0%	97%	50% + 1 action	14%
Lamunière SA ⁸⁾	Edipresse SA	17.05.2011	2'378	78%	92%	-	N/A
EGL AG	AXPO Holding AG	20.06.2011	2'244	91%	100%	-	21%
Escor Casinos & Entertainment AG ⁷⁾	Highlight Communications AG	16.09.2011	22	30%	58%	50%	0.4%
Uster Technologies SA ⁹⁾	Toyota Industries Corporation	08.11.2011	393	28%	99%	67%	48%
Newave Energy Holding SA	ABB Suisse SA	12.12.2011	169	0%	99%	67%	36%
Banque Sarasin & Cie SA ¹⁰⁾	JSH S.A.	31.07.2012	1'391	46%	99%	-	3%

Prime moyenne (transactions marquées en bleu)

35.3%

5 % de marge de fluctuation en partant de la prime moyenne

30.3% - 40.3%

¹⁾ Date de l'annonce de la première offre²⁾ Prix moyen pondéré par les volumes (VWAP) des 60 jours de bourse avant l'annonce³⁾ Concours d'offres⁴⁾ Aucune intention de l'offrant d'acheter d'autres actions (application de la règle du prix minimum; non intégré dans le calcul de la moyenne)⁵⁾ Aucun prix de marché disponible car division Boissons non cotée séparément⁶⁾ 4,1 % supplémentaires à travers des options⁷⁾ Titre illiquide (prix minimal)⁸⁾ Offre optionnelle non soumise à la règle du VWAP sur 60 jours⁹⁾ Offre relevée de 38 CHF à 46,50 CHF par action (dividende inclus) par l'offrant¹⁰⁾ Les quelque 46 % correspondaient à env. 69 % des droits de vote

Source: Bloomberg, Commission suisse des OPA (COPA)

Annexe 3: Bêtas de sociétés cotées comparables

Sociétés comparables	Bêta ¹⁾	Endettement net/capitalisation boursière	Taux d'imposition marginal des sociétés	Facteur de correction de l'endettement ²⁾	Bêta hors endettement ³⁾
Voestalpine	1.21	74%	25.0%	0.64	0.78
Allegheny	1.77	75%	35.0%	0.67	1.19
Daido Steel	1.38	68%	41.0%	0.71	0.98
Carpenter	1.54	31%	35.0%	0.83	1.28
SSAB	1.49	128%	26.0%	0.51	0.76
Gerdau	1.05	62%	34.0%	0.71	0.75
Acerinox	0.84	36%	30.0%	0.80	0.67
Aperam	1.54	45%	28.8%	0.76	1.17
Moyenne	1.35	65%	31.9%	0.70	0.95

1) Source: Bloomberg

2) Facteur de correction de l'endettement = $1/(1+(1-\text{taux d'imposition marginal}) \times (\text{endettement net/capitalisation boursière}))$

3) Bêta hors endettement = Bêta * facteur de correction de l'endettement

Contacts

Contacts

Bank J. Safra Sarasin SA

Loewenstrasse 11
CH-8022 Zurich

Alexander Cassani

Corporate Finance
Managing Director
+41 58 317 36 73
alexander.cassani@jsafrasarasin.com

Matthias Spiess

Corporate Finance
Managing Director
+41 58 317 36 80
matthias.spiess@jsafrasarasin.com