

Fairness Opinion

Advanced Digital Broadcast Holdings SA

Evaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'achat de 4T S.A. portant sur les actions en circulation d'Advanced Digital Broadcast Holdings SA

Zurich, le 3 novembre 2014

Table des abréviations	3
1 Introduction.....	4
1.1 Contexte	4
1.2 Notre mission.....	5
1.3 Méthode.....	6
1.4 Sources.....	7
2 Description de l'entreprise.....	8
2.1 Aperçu.....	8
2.2 Domaines d'activité et stratégie	9
2.3 Analyse du marché	12
2.4 Chances et risques.....	14
3 Méthodologie d'évaluation	15
3.1 Modèle d'évaluation.....	15
3.2 Modèle Discounted Cash Flow.....	16
3.3 Modèles d'évaluation fondés sur la valeur de marché.....	17
4 Business Plan.....	19
5 Evaluation	24
5.1 Coût moyen du capital	24
5.2 Evaluation selon le modèle DCF	28
5.3 Evaluation à l'aide de Multiples.....	30
5.4 Analyse du cours de l'action	32
6 Evaluation de l'offre	34
Annexe	36

Table des abréviations

4T SA	4T S.A.	JDM	Joint Design Manufacturing
ADB Group	ADB Holdings y compris ses filiales	LTM	Last twelve Months
ADB Holdings	Advanced Digital Broadcast Holdings SA	mds	milliards
aj.	ajusté	ML	monnaie locale
al.	alinéa	mns	millions
art.	article	NWC	Net Working Capital
BP	Business Plan	ODM	Original Design Manufacturing
CAPM	Capital Asset Pricing Model	OOPA	Ordonnance sur les OPA
cf.	confer	p.ex.	par exemple
CHF	francs suisses	pb	points de base
COPA	Commission des OPA	PRM	prime de risque de marché
DCF	Discounted Cash Flow	resp.	respectivement
EBIT	Earnings before Interests and Taxes	S1	1er semestre
EBITDA	Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization	SA	Société anonyme
EUR	euro	SIX	SIX Swiss Exchange SA
EV	Enterprise Value	SLI	Swiss Leader Index
F	Forecast	USD	United States Dollar
FCF	Free Cash Flow(s)	VWAP	Volume Weighted Average Price
GBP	livres sterling	WACC	Weighted Average Cost of Capital
IFBC	IFBC AG		

1 Introduction

1.1 Contexte



ADB Group est une entreprise de technologie qui offre des logiciels et des services pour fournisseurs de télévision payante.

4T SA a l'intention d'acquérir l'intégralité des actions en circulation d'ADB Holdings.

Advanced Digital Broadcast Holdings SA ("ADB Holdings") est un fournisseur leader en matière de solutions intégrées pour la réception et la visualisation de contenus de télévision numérique payante par satellite, câble, large bande et par internet. En outre, ADB Holdings offre des systèmes de transfert de données par large bande destinés à être utilisés dans le domaine commercial.

ADB Holdings a été fondée en 2004 et sert depuis janvier 2005 de société holding pour les entreprises ADB (ensemble "ADB Group"). Depuis avril 2005, l'action d'ADB Holdings est cotée à SIX Swiss Exchange et la société a son siège à Pregny-Chambésy, près de Genève en Suisse.

L'actionnaire majoritaire d'ADB Holdings est 4T S.A. ("4T SA"). L'entreprise possède 45.75% des actions nominatives ("Actions"). 4T SA a l'intention de soumettre aux autres actionnaires une offre publique d'achat portant sur toutes les Actions qui ne sont pas en possession de 4T SA. Le prix de l'offre s'élève, selon l'annonce préalable du 3 novembre 2014, à CHF 15.50 par titre d'ADB Holdings.

Lorsqu'une offre est soumise, les administrateurs de l'entreprise visée sont tenus d'examiner l'offre et de faire une recommandation aux actionnaires. En cas d'offre publique d'achat, une Fairness Opinion est généralement rédigée pour aider les administrateurs à prendre leur décision.

1.2 Notre mission

La présente Fairness Opinion évalue l'adéquation financière de l'offre publique d'achat au moment de l'annonce préalable.

IFBC est un Corporate Finance Advisor indépendant et elle est particulièrement qualifiée pour établir une Fairness Opinion.

Pour évaluer l'offre de 4T SA, le Conseil d'administration d'ADB Holdings a formé une commission composée des administrateurs Philippe Geyres et Jean-Christophe Hocké. IFBC AG ("IFBC") a été mandatée le 26 septembre 2014 par ladite commission pour procéder à une expertise sur l'adéquation financière de l'offre publique d'achat ("Fairness Opinion") pour ADB Holdings au moment de l'annonce préalable.

Le destinataire de la Fairness Opinion est exclusivement la commission précitée du Conseil d'administration d'ADB Holdings, qui se référera à la Fairness Opinion dans le cadre de sa prise de position sur l'évaluation de l'offre. La Fairness Opinion peut être intégralement publiée et transmise aux personnes intéressées. Il peut également y être fait référence dans le prospectus de l'offre du 5 novembre 2014.

Une utilisation de la Fairness Opinion pour un autre but que l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre est exclue. En particulier, la Fairness Opinion ne constitue pas une recommandation aux actionnaires du public d'accepter ou de refuser l'offre.

IFBC a établi cette Fairness Opinion en qualité de Corporate Finance Advisor indépendant et est rémunérée par des honoraires conformes au marché. IFBC ne reçoit aucune rémunération qui dépende des déclarations effectuées dans le rapport ou du succès de la transaction. IFBC confirme qu'en sa qualité d'évaluateur, elle est particulièrement qualifiée pour établir une Fairness Opinion au sens de l'art. 30 al. 6 OOPA et est indépendante de la société visée et des personnes agissant de concert avec elle.

En établissant la Fairness Opinion, IFBC a présumé que les informations fournies par ADB Group étaient exactes et complètes. La Direction d'ADB Group a confirmé qu'elle n'avait connaissance d'aucun fait ni d'aucune circonstance qui laisserait penser que les informations mises à disposition seraient trompeuses, inexactes ou incomplètes. La responsabilité d'IFBC se limite à l'évaluation et au contrôle de vraisemblance diligents et professionnels des informations mises à disposition (cf. section 1.4, resp. section 4) et des calculs.

La présente Fairness Opinion a été achevée le 3 novembre 2014. La date de l'évaluation est le 31 octobre 2014.¹

Cette Fairness Opinion existe également en français.

1.3 Méthode

La présente évaluation de l'adéquation financière de l'offre de 4T SA soumise aux actionnaires restants d'ADB Holdings se fonde sur les conclusions d'IFBC. Les bases – qui figurent ci-dessous – de nos conclusions sont décrites plus précisément dans le présent rapport:

- Analyse de l'entreprise et de l'état du marché actuel
- Analyse du Business Plan approuvé par le Conseil d'administration
- Evaluation d'entreprise et calcul de la valeur par action sur la base des modèles d'évaluation suivants:
 - Modèle Discounted Cash Flow
 - Modèle Trading Multiples
 - Modèle Transaction Multiples
- Analyse du cours de l'action

L'évaluation de l'adéquation financière de l'offre de 4T SA soumise aux actionnaires d'ADB Holdings est effectuée sans prendre en compte la situation fiscale ou juridique individuelle de chacun des investisseurs. Par conséquent, seules des réflexions générales sur l'adéquation financière de l'offre valables pour tous les actionnaires du public sont possibles dans le cadre de cette Fairness Opinion.

¹ Dernier jour de bourse avant l'annonce préalable.

1.4 Sources

L'évaluation est basée sur l'analyse des sources suivantes:

- Annonce préalable de l'offre publique d'achat du 3 novembre 2014:
- Projet de prospectus d'offre du 5 novembre 2014
- Rapports annuels révisés 2011 à 2013 d'ADB Group
- Comptes semestriels 2014 non révisés d'ADB Group
- Management Report, compte de résultat et bilan compris, au 30 septembre 2014
- Business Plan du 22 octobre 2014 approuvé par le Conseil d'administration d'ADB Holdings
- Procès-verbaux des réunions du Conseil d'administration d'ADB Holdings dès mars 2013
- Extrait du Registre du commerce concernant ADB Holdings du 31 octobre 2014
- Rapports de révision à l'intention du Conseil d'administration datés du 20 avril 2012, 17 avril 2013 et 28 avril 2014
- Données financières et des marchés de capitaux d'une sélection d'entreprises comparables (Source: Bloomberg)
- Données relatives à une sélection de transactions basées sur les informations disponibles au public (Source: MergerMarket)
- autres informations accessibles au public

De plus, des discussions ont eu lieu avec les personnes suivantes:

- M. Peter Balchin, Chief Executive Officer d'ADB Group
- M. Alessandro Brenna, Chief Financial Officer d'ADB Group
- Mme Tina Nyfors, responsable des Investor Relations d'ADB Group.

2 Description de l'entreprise

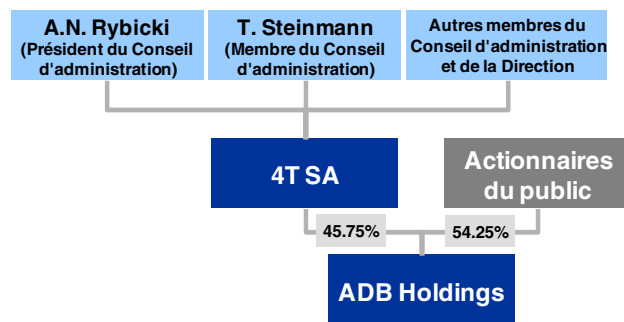
2.1 Aperçu

Le groupe ADB est une entreprise de technologie qui offre des logiciels et des services aux fournisseurs de TV payante.

ADB Group a été fondée en 1995 sous la raison sociale ADB Advanced Digital Broadcast Ltd. en qualité de développeur de logiciels pour la transmission télévisuelle numérique et a d'abord exercé ses activités en Asie. Au cours des années suivantes, l'activité a été étendue progressivement au développement et à la production de solutions intégrées de télévision numérique et à la vente de produits complémentaires.

En juillet 2004, ADB Holdings a été fondée; elle a fusionné peu après avec ADB Advanced Digital Broadcast Ltd et possède depuis lors, directement ou indirectement, 100% des sociétés du groupe ADB. L'action d'ADB Holdings est cotée à SIX Swiss Exchange depuis avril 2005 et la société a son siège à Pregny-Chambésy, près de Genève en Suisse.

Structure de l'actionariat



Source: ADB Group Earnings Release & ADB Group 2014 Interim Report, tous deux du 7 août 2014.

Actuellement, ADB Group est actif dans le monde entier et a des établissements en Argentine, en Italie, en Pologne, en Suisse, à Taïwan et aux Etats-Unis. L'offre de la société comprend toujours des solutions complexes composées d'équipement et de logiciels ainsi que des services complémentaires pour la transmission télévisuelle numérique. Son activité principale consiste dans le design, la commercialisation et le développement de logiciels, de systèmes de commande et de solutions intégrées, tandis que la production de l'équipement est réalisée par des partenaires externes. La vente est réalisée sous les marques ADB, ADB Broadband et i-Can.

L'actionnaire majoritaire d'ADB Holdings est 4T SA. L'entreprise possède 45.75% des actions. 4T SA est une société dont le siège est au Luxembourg, qui est représentée notamment par deux administrateurs et plusieurs membres de la Direction d'ADB Group. La figure de gauche présente la structure de l'actionariat.

10 clients les plus importants

(S1 2014, par ordre alphabétique)

Entreprise	Technologie	Pays
Canal Digital	Satellite	Norway
Eurocom	Satellite	Israel
Graybar	IPTV	United States
Swisscom	Broadband	Switzerland
Telecom Italia	Broadband	Italy
Telekom Austria	Broadband/IPTV	Austria
Telenet	Cable	Belgium
Vectra	Cable	Poland
Vodafone	Broadband	Italy/Germany
ZAP	Terrestrial	Italy

Source: ADB Group Earnings Release & ADB Group 2014 Interim Report, tous deux du 7 août 2014.

Structure de la clientèle

Les clients d'ADB Group sont principalement des fournisseurs de télévision payante qui offrent leurs contenus télévisuels par satellite, câble et large bande ainsi que par internet. En Europe et aux Etats-Unis, des détaillants spécialisés font également partie de la clientèle.

La figure de gauche montre les 10 clients les plus importants (selon le chiffre d'affaires), par ordre alphabétique. ADB Group a réalisé grâce à eux environ 74% de son chiffre d'affaires au cours du premier semestre 2014.²

2.2 Domaines d'activité et stratégie

L'offre d'ADB Group comprend des solutions logicielles complexes mais conviviales et des services destinés aux fournisseurs de télévision payante et par large bande dans les domaines suivants:

- **Logiciels et systèmes:** La compétence-clé d'ADB Group porte sur les activités liées aux logiciels. Celles-ci comprennent des systèmes partiels pour la transmission de contenus télévisuels payants (End-to-end) et des systèmes de transmission vidéo dans le domaine commercial. En outre, ADB Group offre des produits dans les domaines "Connected Home Systems" et "Remote Network Management".

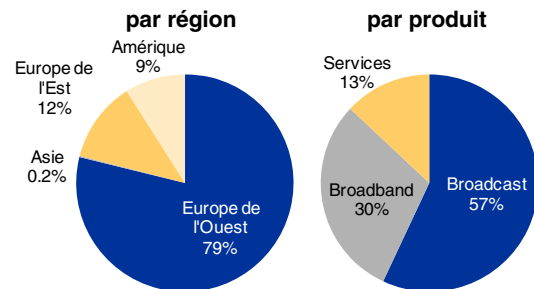
² Cf. ADB Group Earnings Release & ADB Group 2014 Interim Report, tous deux du 7 août 2014.

- **Services:** ADB Group se positionne de plus en plus comme prestataire de services dans les domaines de l'Integration Management, du Supply Chain Management et du Life Cycle Management.
- **Appareils:** ADB Group ne produit pas d'appareils elle-même mais a délégué la production de ceux-ci. Pour pouvoir cependant offrir des solutions globales, ADB Group offre une large palette d'appareils dans les domaines "Multi-media Home Gateways", "Set Top Boxes", "Broadband Gateways", des équipements de réseau à domicile et des "Mobile Access Devices" qui sont produits par des sociétés partenaires externes.

Marché d'ADB Group

Le marché le plus important pour ADB Group est l'Europe. Au cours du premier semestre 2014, environ 79% du chiffre d'affaires total a été réalisé en Europe de l'Ouest et environ 12% en Europe de l'Est. L'Amérique du Nord et du Sud constituaient environ 9%, tandis que l'entreprise a obtenu moins d'1% de son chiffre d'affaires en Asie.

Répartition du chiffre d'affaires (en %, S1 2014)

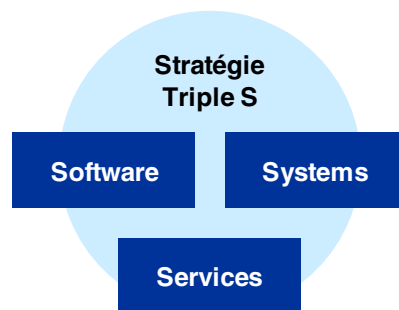


Source: ADB Group Earnings Release & ADB Group 2014 Interim Report, tous deux du 7 août 2014.

L'image suivante montre la répartition du chiffre d'affaires par type de produit: Au cours du premier semestre 2014, 57% ont été obtenus dans le domaine du Broadcast (transmission traditionnelle par satellite ou par câble), 30% dans le domaine du Broadband (transmission par large bande, respectivement par connexion internet) et 13% dans le domaine des services.

La répartition du chiffre d'affaires par région et également par type de produit n'a pas changé de manière significative au cours des dernières années.

Stratégie Triple S



Source: ADB Group Earnings Release & ADB Group 2014 Interim Report, tous deux du 7 août 2014.

Stratégie

Le marché des systèmes de télévision payante est en cours de mutation: Les technologies se recoupent toujours davantage et les clients exigent de plus en plus des solutions intégrées plutôt que des produits autonomes.³ Simultanément, la différence entre Broadcast et Broadband perd son importance, parce que les deux technologies sont proches. Pour ces raisons, ADB Group applique la stratégie dite "Triple S", en se concentrant sur les domaines des logiciels (software), des systèmes (systems) et des services (services). Celle-ci comporte l'introduction de solutions hybrides et intégrées qui fonctionnent tant auprès des fournisseurs traditionnels de télévision payante qu'auprès des fournisseurs d'accès internet par large bande.

Dans le cadre de la stratégie Triple S, ADB Group délègue de plus en plus le développement et l'approvisionnement d'équipement à des Original Design Manufacturers ("ODM") et des Joint Design Manufacturers ("JDM"), tandis que la production est depuis toujours réalisée par ceux-ci.

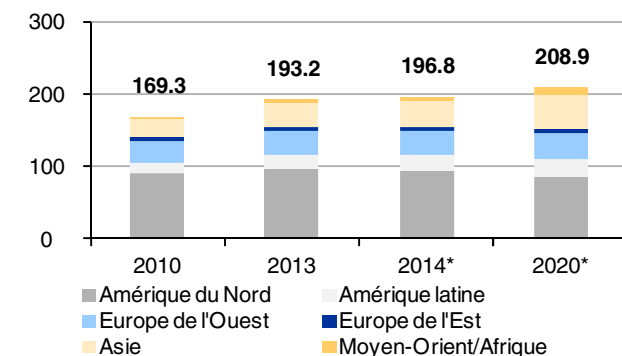
Enfin, la Direction d'ADB Group a l'intention, pour appliquer cette stratégie avec succès, de créer une culture d'entreprise qui encourage les innovations et une réaction plus rapide aux nouvelles possibilités dans un marché qui se transforme rapidement.

³ Cf. à ce sujet le paragraphe "Tendances technologiques" à la section 2.3.

2.3 Analyse du marché

Chiffre d'affaires de la télévision payante

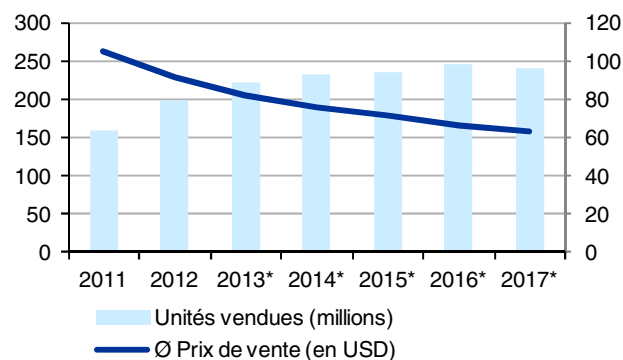
(par région, en mds USD)



Source: digital TV research (mai 2014).

*prévision

Nombre de Set Top Boxes vendues



Source: Frost & Sullivan (2013).

*prévision

Evolution du marché

La demande de produits et services offerts par ADB Group dépend de manière générale de la situation actuelle et de l'évolution future de l'industrie de la télévision payante et par large bande et en particulier du nombre de Set Top Boxes et de Gateways vendus.

Selon l'étude de digital TV research, le chiffre d'affaires mondial relatif à la télévision payante, composé des abonnements et des recettes provenant de la location de films, devrait augmenter chaque année d'un taux de croissance moyen de 1.1% jusqu'à la fin de l'année 2020, étant précisé que cette croissance varie fortement d'une région à l'autre. Dans le marché principal d'ADB Group, l'Europe, les chiffres d'affaires stagnent, une croissance de 0.2% par année en moyenne étant attendue jusqu'en 2020. En Amérique du Nord, les chiffres d'affaires devraient baisser globalement de 9.2% jusqu'en 2020, ce qui devrait cependant être compensé par la forte croissance de près de 50% pour la même période au Moyen-Orient, en Asie et en Afrique.

Le nombre de Set Top Boxes vendues par année devrait augmenter entre 2014 et 2017 de 4% par année en moyenne, selon Frost & Sullivan (2013). Dans les pays occidentaux, tels que l'Amérique du Nord et l'Europe, la croissance est due surtout aux Upgrades réalisés au moment d'un changement de fournisseur et aux exigences croissantes des clients quant aux capacités technologiques de leurs appareils. Dans des marchés émergents tels que l'Asie et l'Afrique, la croissance est due en revanche plutôt au nombre croissant d'abonnés à la télévision payante et à la généralisation de la télévision numérique.

Comme présenté dans la figure de gauche, une diminution du prix de vente moyen est attendue, qui sera due principalement à l'augmentation de la concurrence et à l'intégration croissante des fonctions électroniques dans des éléments-clé en silicone. Dans les marchés occidentaux, les produits vendus sont comparativement plus complexes, raison

pour laquelle les prix devraient également baisser, cependant moins vite que dans d'autres parties du monde.

Tendances technologiques

En particulier, les marchés occidentaux sont fortement influencés par les tendances technologiques et les nouveaux besoins de la clientèle. Les tendances les plus importantes sont présentées ci-dessous:

- **Solutions Multi Screen et Mobile TV:** Les clients finaux veulent voir les contenus auxquels ils sont abonnés sur tous les écrans, à tout moment et partout, raison pour laquelle les solutions Multi Screen et la télévision mobile gagnent en importance.
- **Connected Home:** Le nombre d'appareils électroniques utilisés à la maison (p.ex. dans le domaine du Home Security et du Home Automation) augmente constamment. Cela conduit à un nombre croissant d'interfaces et à une complexité croissante pour les utilisateurs, qui peut être réduite par le biais de solutions intégrées.
- **Solutions hybrides:** Dans les marchés occidentaux, la limite entre Broadcast et Broadband tend à disparaître, ce qui requiert des solutions hybrides qui puissent lier les avantages des deux technologies.
- **Besoins croissants en matière de sécurité:** En raison de l'utilisation croissante de réseaux et du partage de contenus privés sur internet, la vulnérabilité de la sphère privée s'accroît ainsi que le besoin de protection.

2.4 Chances et risques

Comme déjà décrit aux sections 2.1 et 2.2, ADB Group se concentre de plus en plus sur les solutions High-End destinées aux fournisseurs européens de télévision payante et de large bande. Ce marché plus ou moins saturé est soumis à une concurrence de plus en plus intense; il est également marqué par des ventes qui stagnent et une pression croissante sur les marges (cf. section 2.3). Les chances et les risques les plus importants d'ADB Group sont présentés dans l'aperçu qui suit:

Chances et risques d'ADB Group sur le marché de solutions High-End de télévision payante

	Chances pour ADB Group	Risques pour ADB Group
Clients	<ul style="list-style-type: none">▪ En raison des investissements déjà réalisés, les coûts liés à un changement de système sont élevés pour les fournisseurs de télévision payante.▪ Les fournisseurs de télévision payante ne peuvent pas renoncer à un logiciel fiable.▪ ADB Group compte des entreprises prospères et à forte croissance parmi ses clients.	<ul style="list-style-type: none">▪ Ses clients sont souvent de grandes entreprises avec un fort pouvoir de négociation.▪ La concentration des entreprises de médias et de télécommunications conduit à une diminution du nombre de clients indépendants, qui exigent en outre des solutions uniformes.
Concurrents	<ul style="list-style-type: none">▪ Il y a des obstacles importants à l'entrée sur le marché High-End en raison de la grande complexité des produits et des exigences en matière de services.▪ Les solutions en ligne sont confrontées à de nouveaux problèmes tels qu'une capacité de bande passante insuffisante, des incertitudes juridiques et des carences en matière de sécurité.	<ul style="list-style-type: none">▪ Les concurrents asiatiques acquièrent de l'expérience.▪ Les différences entre les produits offerts par ADB Group et ses concurrents diminuent.▪ De nouvelles technologies et innovations pourraient remplacer la télévision payante traditionnelle.
Fournisseurs	<ul style="list-style-type: none">▪ Les composants sont standardisés et les prix d'articles électroniques baissent de manière générale.▪ Les nouvelles innovations sont rapidement mises sur le marché.	<ul style="list-style-type: none">▪ On observe une concentration croissante des fournisseurs de composants-clé.▪ Les délais de livraison constituent un élément de négociation important.

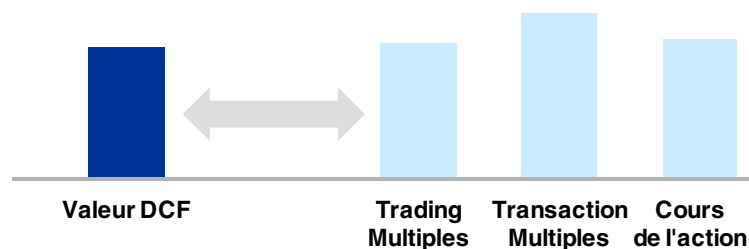
Source: ADB Group (2014).

3 Méthodologie d'évaluation

3.1 Modèle d'évaluation

Pour évaluer ADB Group, nous nous basons principalement sur le modèle DCF, conformément à la "Best Practice" actuelle. En outre, nous appliquons des Trading and Transaction Multiples ainsi que des analyses du cours de l'action.

L'évaluation d'ADB Group est réalisée sur une base consolidée. Pour évaluer l'adéquation financière de l'offre publique d'achat de 4T SA, nous calculons la valeur par action d'ADB Holdings. A cet effet, nous déterminons tout d'abord la valeur d'ADB Group sur la base du modèle Cash Flow ("modèle DCF") au 31 octobre 2014. D'éventuelles synergies ne sont pas prises en compte dans l'évaluation ("évaluation stand alone"). La valeur obtenue par la méthode DCF est vérifiée quant à sa vraisemblance par une évaluation sur la base de Trading and Transaction Multiples. La valeur des fonds propres calculée est ensuite divisée par le nombre d'actions en circulation pour obtenir la valeur par action d'ADB Holdings. Enfin, la liquidité de l'action d'ADB Holdings est analysée et le cours de l'action est comparé à la valeur par action selon l'analyse DCF ainsi que l'évaluation par le biais des Multiples.



3.2 Modèle Discounted Cash Flow

Choix de la méthode

Pour évaluer ADB Group, la méthode Discounted Cash Flow ("méthode DCF"), qui est reconnue en théorie et en pratique, est utilisée en premier lieu. Le modèle DCF se base sur le principe de théorie financière selon lequel la valeur d'un actif, resp. d'une entreprise, résulte des flux de trésorerie librement disponibles ("Free Cash Flows") escomptés attendus à l'avenir. Le modèle DCF est ainsi un modèle d'évaluation orienté vers l'avenir.

Détermination des Free Cash Flows annuels jusqu'en 2018

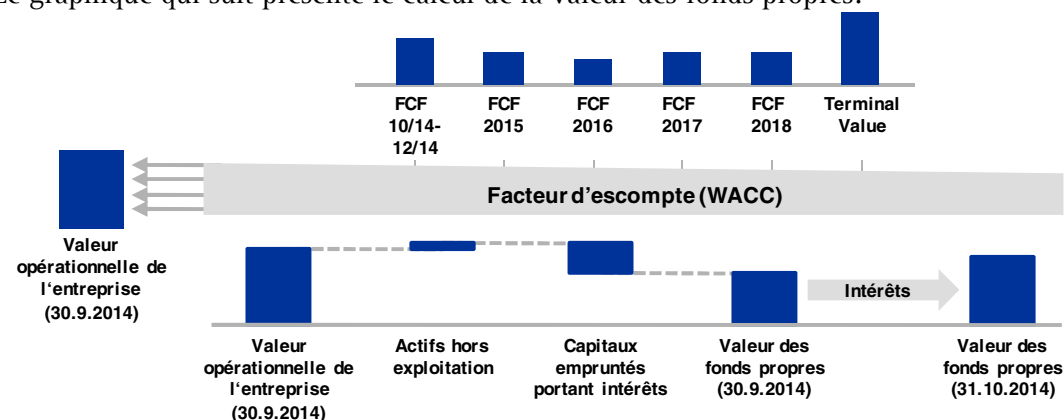
Dans un premier temps, les Free Cash Flows attendus à l'avenir sont prédits sur la base du Business Plan dans le cadre d'une planification détaillée pour la période qui se termine fin 2018. Dans un deuxième temps, une valeur finale (Terminal, resp. Residual Value) est calculée pour déterminer la valeur correspondant à la période de planification.

Tant les Free Cash Flows de la période de planification que la valeur finale calculée sont ensuite escomptés à hauteur du coût moyen pondéré du capital („Weighted Average Cost of Capital“, „WACC“) au 30 septembre 2014. La valeur opérationnelle de l'entreprise résulte des valeurs actuelles ainsi calculées.

Composantes de la valeur de l'entreprise

La valeur des actifs dont l'entreprise n'a pas besoin dans le cadre de son activité opérationnelle (p.ex. liquidités excédentaires) au 30 septembre 2014 sont ensuite additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise. Les capitaux empruntés portant intérêts sont déduits de la valeur d'entreprise brute calculée. Il en résulte la valeur de marché des fonds propres au 30 septembre 2014. Cette valeur de marché est majorée des intérêts pour obtenir la valeur au 31 octobre 2014.

Le graphique qui suit présente le calcul de la valeur des fonds propres:



La valeur d'une action est calculée en divisant la valeur des fonds propres par le nombre d'actions en circulation.

3.3 Modèles d'évaluation fondés sur la valeur de marché

Au moyen des résultats obtenus grâce aux Trading and Transaction Multiples, les résultats de l'évaluation DCF pour l'ADB Group sont examinés brièvement quant à leur vraisemblance.

Trading Multiples

L'évaluation par le biais de Trading Multiples est fondée sur la capitalisation boursière d'entreprises cotées comparables.

Lors de l'évaluation par le biais des Trading Multiples, la valeur de l'entreprise est déterminée au moyen de données du marché d'entreprises cotées comparables. Des entreprises cotées disposant d'un portefeuille de produits le plus proche possible ont été choisies à titre d'entreprises comparables pour l'analyse à l'aide de Multiples et celles-ci ont été regroupées dans un Peer Group.⁴

⁴ Une liste détaillée des entreprises du Peer Group utilisées pour l'analyse à l'aide de Multiples figure en annexe.

Pour la détermination des Multiples au 30 septembre 2014, les estimations EBIT d'analystes pour l'exercice 2014 et 2015 sont collectées pour les entreprises du Peer Group.⁵ Ces valeurs sont ensuite comparées à la valeur d'entreprise brute respective des entreprises du Peer Group au 30 septembre 2014, qui est composée de la capitalisation boursière et de l'endettement net⁶. Cette comparaison aboutit à un taux, resp. le Multiple. Pour déterminer la valeur d'entreprise d'ADB Group, la médiane des Peer Group Multiples est multipliée par les estimations des bénéfices 2014 et 2015, selon le Business Plan d'ADB Group. De manière compatible avec la détermination des Trading Multiples des entreprises comparables, l'endettement net est déduit, pour calculer la valeur des fonds propres d'ADB Group au 30 septembre 2014. La valeur des fonds propres est ensuite majorée des intérêts au 31 octobre 2014. La division de la valeur des fonds propres au 31 octobre 2014 ainsi calculée par le nombre des actions en circulation donne la valeur d'une action.

Transaction Multiples

Lors de l'évaluation par le biais de Transaction Multiples, ADB Group est évaluée sur la base des prix payés lors de transactions comparables.

Lors de l'évaluation d'ADB Group à l'aide de Transaction Multiples, la valeur d'entreprise est déterminée au moyen des transactions réalisées par des entreprises comparables dans le passé. Dans ce cas, la valeur d'entreprise des entreprises comparables est calculée sur la base du prix de vente payé dans le cadre d'une transaction, auquel on ajoute l'endettement net, et comparée à l'EBIT. Le Transaction Multiple qui en résulte est ensuite multiplié par l'EBIT d'ADB Group pour déterminer la valeur d'entreprise d'ADB Group. Pour obtenir la valeur d'une action, il est procédé de manière analogue à l'évaluation à l'aide de Trading Multiples.

⁵ Lors de l'évaluation à l'aide de Multiples, nous nous fondons sur des Multiples EBIT, car ceux-ci reflètent la rentabilité des entreprises et garantissent simultanément un traitement uniforme des dépenses R&D (dans le cas d'ADB Group, celles-ci sont en partie portées à l'actif et amorties l'année suivante).

⁶ Dettes portant intérêts moins les liquidités.

4 Business Plan

Les estimations de Free Cash Flow se basent sur le Business Plan approuvé par le Conseil d'administration d'ADB Holdings et ont été vérifiées par IFBC et contrôlées quant à leur vraisemblance.

Aperçu des chiffres historiques

en mns USD	2011	2012	2013	S1 2014
Chiffre d'affaires	399.0	451.6	373.5	161.1
Croissance	11.9%	13.2%	-17.3%	-23.4%*
EBIT avant dépenses extra.	7.5	16.6	5.3	5.0
Marge EBIT avant dépenses extra.	1.9%	3.7%	1.4%	3.1%
EBIT après dépenses extra.	-8.8	13.6	-5.8	3.8
Marge EBIT après dépenses extra.	-2.2%	3.0%	-1.6%	2.4%
Investissements	34.8	14.7	15.9	8.2
Investissements en % du chiffre d'affaires	8.7%	3.2%	4.3%	5.1%
NWC	-43.7	-21.6	-18.1	-17.2
NWC en % du chiffre d'affaires	-11.0%	-4.8%	-4.8%	-10.7%

*) comparaison avec S1 2013

Source: Rapports annuels et semestriels d'ADB Group.

Comparaison des hypothèses du Business Plan et de la Terminal Value avec les chiffres historiques

en mns USD	ø 11 - 13	ø 14 - 18	TV
Croissance	-3.2%	-1.1%	2.0%
Marge EBIT avant dépenses extra.	2.3%	3.2%	3.0%
Marge EBIT après dépenses extra.	-0.2%	3.2%	3.0%
Investissements en % du chiffre d'affaires	5.4%	4.8%	5.1%
NWC en % du chiffre d'affaires	-6.9%	-3.9%	-3.8%

Source: Rapports annuels et Business Plan d'ADB Group, analyse IFBC.

⁷ Cf. à ce sujet section 2.3 (Analyse du marché).

Fondements des hypothèses du Business Plan

Les hypothèses relatives au chiffre d'affaires et aux marges ainsi que les investissements pour les années 2014 à 2018 se basent sur le Business Plan d'ADB Group approuvé par le Conseil d'administration. IFBC a vérifié de manière indépendante le Business Plan reçu et l'a contrôlé quant à sa vraisemblance. Les valeurs historiques ont servi de base à la planification du bilan et en particulier des positions de l'actif net circulant ("Net Working Capital", "NWC").

Evolution du chiffre d'affaires

Après que le chiffre d'affaires d'ADB Group a pu être augmenté de 11.9%, resp. de 13.2% au cours des années 2011 et 2012, ADB Group a obtenu en 2013 un chiffre d'affaires de seulement USD 374 mns et a ainsi subi une baisse de son chiffre d'affaires de 17.3%. Cette baisse a été causée par la réduction de la demande de certains clients. Au cours du premier semestre 2014, ADB Group a atteint un chiffre d'affaires de USD 161 mns, ce qui représente une baisse de 23.4% par rapport au montant atteint au cours de la même période de l'année précédente. Cette baisse est due au marché en baisse déjà mentionné à la section 2 et à la réorganisation de son stock par un client essentiel, qui a eu pour conséquence l'annulation d'une livraison mensuelle.

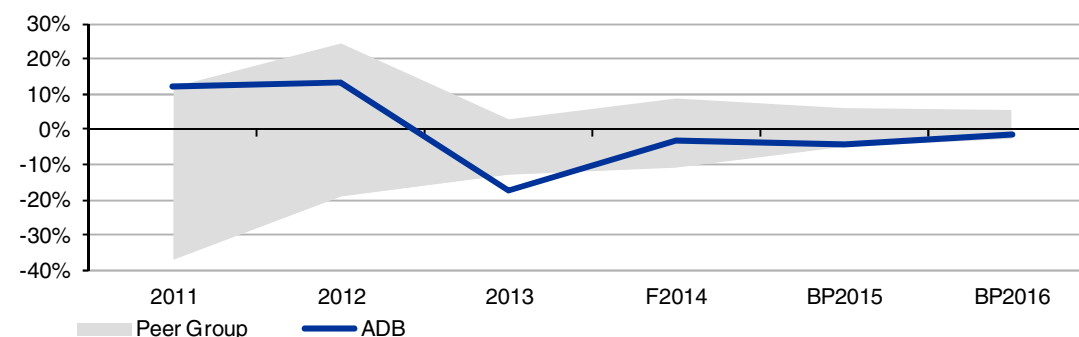
Pour les années 2014 à 2018, une légère baisse du chiffre d'affaires est prévue, qui est due principalement à la baisse en matière de produits logiciels et de services y relatifs.⁷ S'agissant du chiffre d'affaires relatif aux produits logiciels, c'est en revanche une augmentation annuelle d'environ 10% qui est prévue dans le Business Plan.

Pour la période traitée dans le Business Plan, à savoir jusqu'en 2018, celui-ci prévoit une légère baisse du chiffre d'affaires.

Pour le calcul de la Terminal Value, une croissance durable de 2.0% est présumée, qui correspond à l'inflation attendue pondérée en fonction du chiffre d'affaires dans les marchés pertinents pour ADB Group.

Le graphique qui suit montre une comparaison des taux de croissance d'ADB Group avec les taux de croissance historiques et pronostiqués des entreprises comparables.

Comparaison de la croissance du chiffre d'affaires historique et pronostiqué d'ADB Group et des entreprises du Peer Group.



Source: Bloomberg Consensus Forecast, Business Plan d'ADB Group.

Les taux de croissance prévus pour ADB Group pour les années 2014 à 2016 se situent en dessous des attentes des analystes pour les entreprises du Peer Group. Cela s'explique par une focalisation plus grande sur les produits logiciels.

Le graphique figurant ci-dessus montre qu'ADB Group a été davantage affecté par la baisse générale du chiffre d'affaires en 2013 que les entreprises du Peer Group. Pour les années qui viennent, une croissance du chiffre d'affaires est pronostiquée qui se situe à l'extrémité inférieure de la fourchette de croissance des entreprises comparables utilisée par les analystes. Cela peut s'expliquer en particulier par la baisse du chiffre d'affaires attendue dans les produits d'équipement.

La marge EBIT de 3.2% en moyenne prévue pour les années 2014 à 2018 se situe au-dessus de la moyenne des trois dernières années.

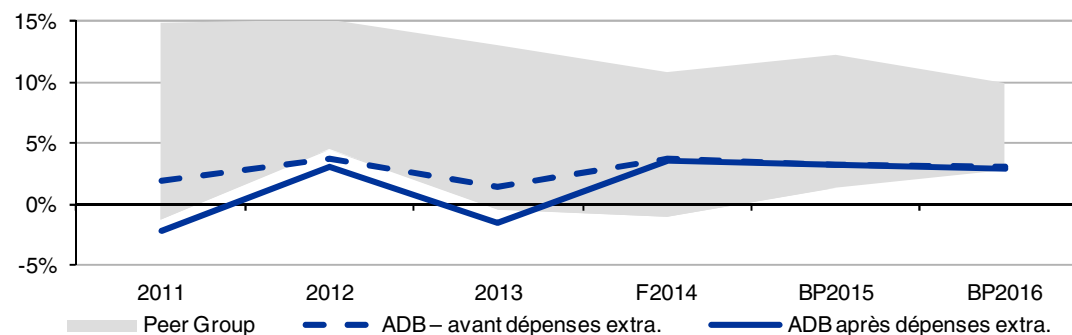
Marge EBIT

Au cours des trois dernières années, la marge EBIT a baissé en raison des dépenses élevées de réorganisation. Au cours de l'année 2013, les bénéfices opérationnels se sont en outre réduits en raison de la réévaluation du Goodwill provenant de l'acquisition de Vidiom Systems Inc. à hauteur de USD 9.4 mns. La marge EBIT, sans prendre en compte ces dépenses extraordinaires, a fluctué au cours des trois dernières années entre 1.4% et 3.7%.

Pour les années 2014 à 2018, la Direction s'attend à une marge EBIT moyenne de 3.2%, qui se situe légèrement au-dessus de la marge du premier semestre 2014, tandis que la marge EBITDA ne varie que de manière insignifiante. Une marge EBIT de 3.0% est appliquée pour le calcul de la Terminal Value.

La comparaison des marges EBIT historiques d'ADB Group avec celles des entreprises comparables montre que les marges d'ADB Group se sont situées dans le passé dans la tranche inférieure ou même en dessous de la fourchette de marge du Peer Group, même lorsque les dépenses extraordinaires ne sont pas prises en compte. Au cours des années 2014 à 2016, une amélioration de la marge EBIT d'ADB Group est attendue, celle-ci se situant cependant toujours dans la tranche inférieure de la fourchette de marge des entreprises comparables (cf. à ce sujet le graphique ci-dessous).

Comparaison des marges historiques et pronostiquées d'ADB Group et des entreprises du Peer Group.



Source: Bloomberg Consensus Forecast, Business Plan d'ADB Group.

Les investissements d'ADB Group se composent en majorité de dépenses de recherche et développement portées à l'actif. Des investissements moyens à hauteur de 4.8% du chiffre d'affaires seront réalisés au cours de la période traitée par le Business Plan.

Investissements, dépréciations et amortissements

Une grande partie des investissements chez ADB Group consiste en des dépenses de recherche et développement portées à l'actif. Au cours des années 2011 à 2013, des investissements de 5.4% du chiffre d'affaires en moyenne ont été réalisés. Ce chiffre relativement élevé est dû en particulier aux investissements importants dans le développement de logiciels et de programmes informatiques en 2011. Selon le Business Plan, des investissements d'environ 4.8% du chiffre d'affaires seront réalisés au cours des années 2014 à 2018, les faibles investissements en 2014 ayant un impact négatif sur ce chiffre. Les investissements pris en compte dans la Terminal Value correspondent à 5.1% du chiffre d'affaires.

Pour le calcul de la Terminal Value, les dépréciations et amortissements sont assimilés aux investissements.

La planification du NWC est basée en principe sur le bilan à fin 2013.

Net Working Capital⁸

Le Net Working Capital ("NWC") s'est élevé, au cours des années 2012 et 2013, à -4.8% du chiffre d'affaires. Pour déterminer le montant du NWC au cours de la période traitée par le Business Plan, les postes individuels du NWC ont été prédits sur la base des chiffres historiques. Il en résulte un actif circulant moyen qui s'élève à -3.9% du chiffre d'affaires. Pour la Terminal Value, un NWC de -3.8% a été présumé sur la base de l'exercice précédent.

Lors de l'évaluation d'ADB Group, les reports de pertes existants ont été pris en compte.

Impôts

Les charges d'impôts ont été calculées en détail pour la période traitée dans le Business Plan, les reports de perte existants ayant été également pris en compte.⁹ On aboutit à un taux d'imposition de 18.8% à la fin de la période de planification.

⁸ Le NWC comprend toutes les postes de l'actif circulant qui ne portent pas intérêts et ceux des engagements à court terme non porteurs d'intérêts.

⁹ Au 31 décembre 2014, ADB Group présentait des actifs d'impôts différés résultant de reports de pertes à hauteur de USD 4.9 mns.

5 Evaluation

5.1 Coût moyen du capital

Dans le cadre de l'évaluation DCF, les Free Cash Flows futurs sont escomptés en appliquant un coût moyen du capital calculé en fonction du risque au 30 septembre 2014. Lors de l'évaluation d'ADB Group, nous appliquons l'Entity Approach¹⁰, selon laquelle le coût moyen pondéré du capital doit être appliqué pour l'escompte. Les éléments du WACC sont décrits brièvement ci-dessous.

Pour la détermination du coût moyen des fonds propres, nous nous basons sur le Capital Asset Pricing Model ("CAPM") reconnu en théorie et en pratique. Le CAPM est basé sur la formule suivante:

Formule 1	$k_{EK} = r_f + \beta \times (r_M - r_f)$
------------------	-------------------------------------------

où:

k_{CC} = coût moyen des fonds propres

r_f = taux d'intérêt sans risque

β = facteur bêta comme mesure du risque systématique des fonds propres

r_M = performance du portefeuille

Les paramètres essentiels pour le calcul du coût moyen des fonds propres sont décrits brièvement ci-dessous.

¹⁰ Dans le cadre de l'Entity Approach, les Free Cash Flows sont escomptés à hauteur du WACC à la date d'évaluation à l'attention des bailleurs de fonds propres et empruntés et la valeur d'entreprise (brute) est ainsi déterminée. Pour calculer la valeur des fonds propres, les fonds empruntés sont déduits du résultat précité. En revanche, dans le cadre de l'Entity Approach, la valeur des fonds propres est calculée directement sur la base des Free Cash Flows à l'attention des bailleurs de fonds propres en appliquant le coût moyen des fonds propres.

Taux d'intérêt sans risque: 3.00%

Taux d'intérêt sans risque

Le niveau actuel des taux d'intérêt est extrêmement bas en comparaison historique. On trouve même parfois des taux d'intérêt réels négatifs. D'un point de vue économique, le recours à des taux d'intérêts réels négatifs n'a pas de sens lors de l'évaluation d'une entreprise. C'est pourquoi nous utilisons pour le taux d'intérêt sans risque d'ADB Group, dans le contexte actuel, une valeur minimum de 3.00%. Ainsi, des intérêts réels de 1.00% sont pris en compte, en sus d'une inflation moyenne à long terme estimée à 2.00%. L'inflation estimée de 2.00% correspond à la valeur moyenne de l'inflation estimée arrondie et pondérée en fonction du chiffre d'affaires des marchés dans lesquels ADB Group est actif.

Facteur bêta sans levier financier: 0.95

Facteur bêta sans levier financier

Selon le CAPM, le risque systématique, non diversifié d'une action est représenté par le coefficient bêta d'une action. Le coefficient bêta (β) est une valeur statistique qui reflète le rapport entre l'évolution de la performance d'une action et la progression de la performance du marché. Le calcul du coefficient bêta est réalisé par le biais d'une régression linéaire qui rapporte la performance de l'action d'une entreprise à la performance du marché. La quantification a lieu à cet égard sur la base de valeurs historiques. Lorsque le coefficient bêta est de 1.0, le risque systématique de l'action considérée correspond au risque d'un portefeuille bien diversifié.

Lors du calcul du coefficient bêta pour l'ADB Group, nous nous basons sur le bêta sans levier financier historique résultant d'une analyse du Peer Group.¹¹ Par ce biais, le risque commercial d'ADB Group est calculé sur la base de diverses entreprises comparables et ainsi solidement étayé. Nos calculs aboutissent à un coefficient bêta sans levier financier arrondi de 0.95.

¹¹ Pour les détails du Peer Group, cf. annexe.

Prime de risque de marché: 5.00%

Prime de risque de marché

La prime de risque de marché ("PRM") désigne la différence de performance du portefeuille (en %) par rapport à un investissement sans risque. La PRM correspond ainsi au supplément de rendement attendu par les investisseurs en fonction des risques en comparaison avec un investissement sans risque. Pour l'évaluation d'ADB Group, une PRM durable de 5.00% est supposée, de manière compatible avec le taux d'intérêt sans risque calculé.

Size Premium: 3.84%

Size Premium

Lors de l'application simple du CAPM pour l'estimation du risque spécifique à un titre (bêta d'une action), et sur cette base, du coût moyen des fonds propres d'une entreprise, un facteur n'est pas pris en considération qui s'est révélé en théorie¹², en pratique et empiriquement comme un facteur additionnel essentiel, à savoir la "Size Premium". En effet, les entreprises plus petites présentent des coûts moyens de fonds propres sensiblement plus élevés que les sociétés comparables plus grandes. Ainsi, en pratique, on additionne souvent au rendement du CAPM un Small Cap, resp. Size Premium. La Size Premium est déterminée de manière statistique en fonction de la taille de l'entreprise mesurée selon la capitalisation boursière et s'élève pour ADB Group à 3.84%.¹³

Coûts d'emprunt après impôts: 3.65%

Coûts d'emprunt

Lors de la détermination du taux de coût d'emprunt, nous nous basons sur le taux d'intérêt sans risque de 3.00%, auquel s'ajoute un spread de solvabilité en fonction de la notation d'ADB Group. ADB Group ne dispose actuellement pas de notation accessible au public. On peut toutefois conclure à une notation BBB sur la base de différents indicateurs. Pour cette raison, un Credit Spread de 125pb est appliqué pour la détermination du coût

¹² Fama, E. F./French, K. R.: The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: The Journal of Finance, juin 1992, p. 427-465.

¹³ Cf. à ce sujet Ibbotson SBBI - 2014 Classic Yearbook.

d'emprunt. En prenant en compte 25pb pour les frais d'approvisionnement et d'émission, on aboutit à un coût d'emprunt de 4.50%. En raison de la déductibilité fiscale des intérêts versés, cette valeur est ajustée au taux d'imposition effectif moyen de 18.8%. Il en résulte un coût d'emprunt après impôts de 3.65%.

Structure du capital

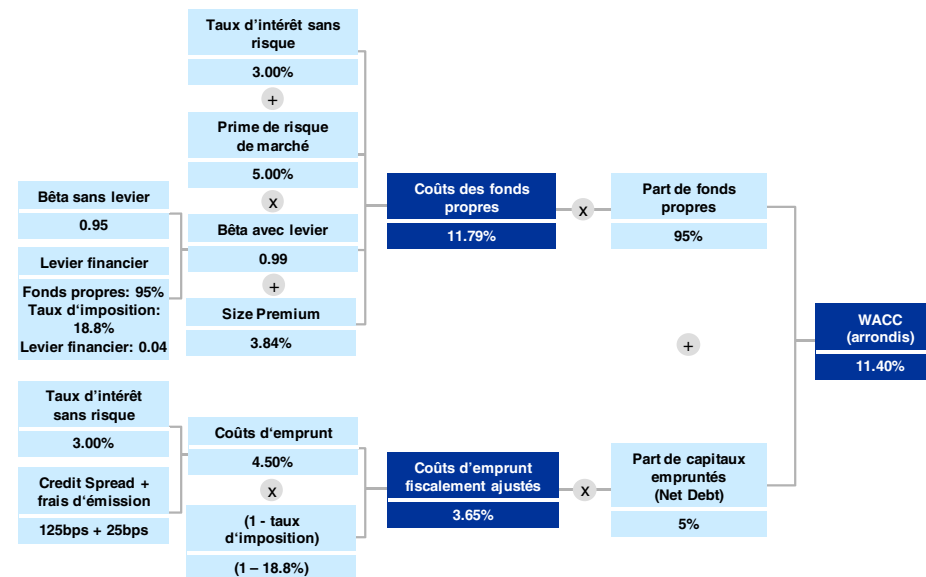
Structure du capital: 95% de fonds propres,
5% de capitaux empruntés

Sur la base de la structure du capital actuelle par rapport aux valeurs de marché d'ADB Group et des entreprises du Peer Group, un objectif de structure de capital a été défini à raison de 95% de fonds propres et de 5% de capitaux empruntés.

Coût moyen du capital pondéré (WACC)

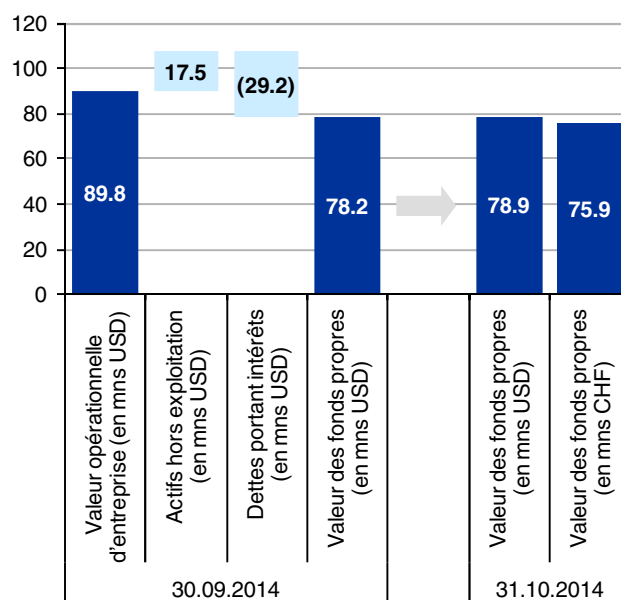
WACC d'ADB Group: 11.40%

Le coût moyen du capital pondéré résulte du coût des fonds propres et du coût d'emprunt pondérés en fonction de la structure du financement. La figure suivante présente les paramètres individuels du WACC.



5.2 Evaluation selon le modèle DCF

Détermination de la valeur des fonds propres



Source: IFBC.

Détermination de la valeur des fonds propres

L'escompte des Free Cash Flows en USD selon le Business Plan à hauteur d'un WACC de 11.4% aboutit à une valeur d'entreprise opérationnelle au 30 septembre 2014 de USD 89.8 mns. On y ajoute des liquidités excédentaires au 30 septembre 2014 de USD 17.5 mns.¹⁴ Les dettes portant intérêts au 30 septembre 2014 sont déduites ensuite à hauteur de USD 29.2 mns. A cet égard, tant les dettes financières que les engagements en matière de prévoyance du personnel sont prises en considération. Il en résulte une valeur des fonds propres au 30 septembre 2014 de USD 78.2 mns.

Pour déterminer la valeur des fonds propres en CHF au 31 octobre 2014, la valeur des fonds propres au 30 septembre 2014 est majorée des intérêts et multipliée par un taux de change USD/CHF de 0.9626¹⁵. La valeur calculée des fonds propres en CHF au 31 octobre 2014 s'élève à CHF 75.9 mns.

Détermination de la valeur par action

Au 31 octobre 2014, 5'025'893 actions sont en circulation.¹⁶ ADB Group ne détient pas d'actions propres actuellement. En outre, aucune option de collaborateur et aucun instrument analogue n'est en circulation. Par conséquent, la valeur des fonds propres au 31 octobre 2014 doit être divisée par le nombre d'actions en circulation. Il en résulte une valeur par action de CHF 15.11.

¹⁴ Des analyses démontrent que les liquidités nécessaires à l'activité opérationnelle peuvent raisonnablement être estimées à USD 40 mns.

¹⁵ Taux de change USD/CHF au 31 octobre 2014, source: Bloomberg.

¹⁶ Source: Registre du commerce du canton de Genève, 31 octobre 2014.

Analyse de la sensibilité de la valeur par action

Valeur par action (en CHF)		Marge EBIT durable				
		2.80%	2.90%	3.00%	3.10%	3.20%
Croissance durable	2.20%	14.37	14.84	15.31	15.78	16.25
	2.10%	14.27	14.74	15.20	15.67	16.13
	2.00%	14.19	14.65	15.11	15.56	16.02
	1.90%	14.10	14.55	15.01	15.46	15.92
	1.80%	14.01	14.46	14.91	15.36	15.81

Source: IFBC.

Conclusions

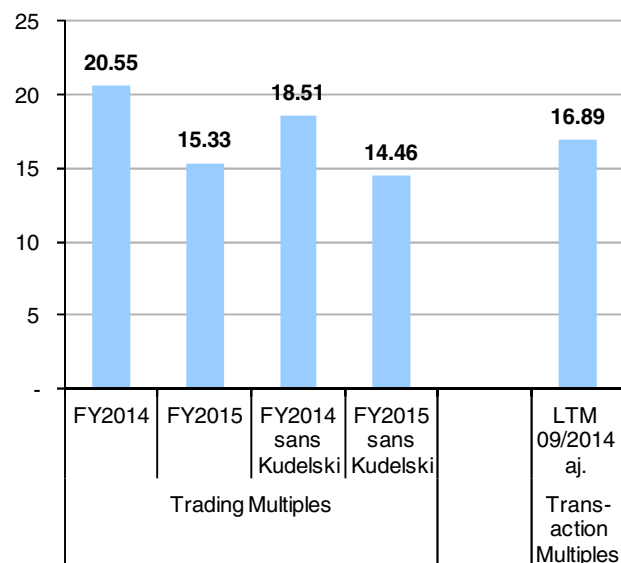
Analyse de la sensibilité

Dans le tableau de gauche, la valeur par action est soumise à une analyse de la sensibilité. Les paramètres pertinents pour la Terminal Value, à savoir la marge EBIT durable et la croissance durable, sont modifiés dans ce cadre de ± 20 pb. Il en résulte une fourchette de valeur pour une action d'ADB Holdings de CHF 14.01 à CHF 16.25.

- Lors d'une évaluation d'entreprise, le modèle DCF est considéré comme "Best Practice".
- Pour la détermination de la valeur d'entreprise d'ADB Group, un WACC de 11.4% a été appliqué.
- Sur la base du Business Plan d'ADB Group ainsi que de l'hypothèse d'une marge EBIT durable de 3.0%, resp. d'une croissance durable de 2.0%, on aboutit à une valeur par action d'ADB Holdings de CHF 15.11.
- L'analyse de sensibilité aboutit à une fourchette de valeur pour la valeur par action de CHF 14.01 à CHF 16.25.

5.3 Evaluation à l'aide de Multiples

Valeur par action sur la base d'une évaluation à l'aide de Multiples (en CHF)



Source: Analyses d'IFBC.

La "Best Practice" veut que l'on procède à une évaluation à l'aide de Multiples surtout pour le contrôle de la vraisemblance et pour l'appréciation des valeurs DCF. Il y a lieu de formuler des réserves à l'encontre de cette méthode d'évaluation, car les Multiples calculés dépendent fortement de la situation respective des entreprises comparables, resp. de la société visée, de l'état général du marché et dans le cas des Transaction Multiples également des réflexions stratégiques de l'acheteur.

Evaluation à l'aide de Trading Multiples

Pour évaluer ADB Group à l'aide de Trading Multiples, les valeurs EBIT pronostiquées des années 2014 et 2015 (selon le Business Plan) ont été multipliées par la moyenne respective des Multiples du Peer Group¹⁷ de l'année correspondante.¹⁸ La capitalisation boursière moyenne des entreprises comparables se situe largement au-dessus de celles d'ADB Group, raison pour laquelle les Size Premiums implicites sont comparativement moins élevées. Sur la base de l'analyse des différences entre les Size Premiums implicites, nous procédons à une réduction de 17% de la valeur d'entreprise. En prenant en compte l'endettement net négatif à fin septembre, la valeur des fonds propres au 30 septembre 2014 est ensuite déterminée et majorée des intérêts au 31 octobre 2014. En appliquant les Trading Multiples pour les années 2014 et 2015, il en résulte une valeur par action de CHF 20.55, resp. CHF 15.33. Ces valeurs sont fortement influencées par les Trading Multiples de Kudelski. Ceux-ci sont très élevés, car Kudelski, au contraire d'ADB et des autres entreprises du Peer Group, se concentre presque exclusivement sur les produits et solutions logiciels et présente ainsi un potentiel de croissance comparativement différent. S'ils

¹⁷ Pour plus de détails sur les Trading Multiples calculés, cf. annexe.

¹⁸ ADB Group porte à l'actif une partie de ses dépenses de recherche et développement. L'EBITDA s'en trouve augmenté. Cela est cependant compensé au fil du temps, du moins au niveau de l'EBIT, par les amortissements supplémentaires. Pour cette raison, nous nous fondons, dans le cadre de cette évaluation à l'aide de Multiples, sur l'EBIT.

n'étaient pas pris en compte lors de l'évaluation, on aboutirait à une valeur par action de CHF 18.51, resp. CHF 14.46 au 31 octobre 2014.

Evaluation à l'aide de Transaction Multiples

Pour l'évaluation à l'aide de Transaction Multiples, des transactions comparables réalisées entre octobre 2006 et octobre 2014 ont été analysées.¹⁹ La moyenne des Transaction Multiples qui en résulte est appliquée au 30 septembre 2014 à l'EBIT d'ADB Group des 12 derniers mois; l'EBIT qui en a été déduit a été corrigé à hauteur des dépenses d'Impairment. En appliquant la même méthode que lors de l'évaluation par le biais de Trading Multiples, on parvient à une valeur par action de CHF 16.89.



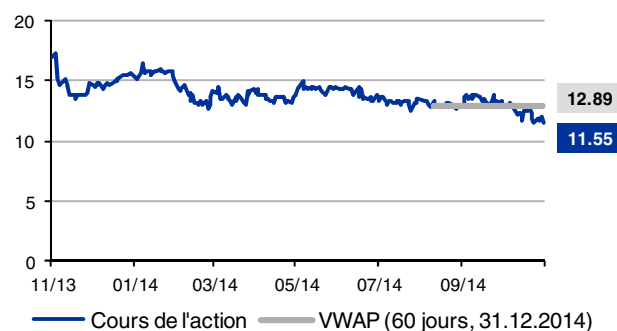
Conclusions

- Des évaluations basées sur des Trading and Transaction Multiples sont réalisées pour contrôler la vraisemblance de la valeur DCF.
- La fiabilité des évaluations à l'aide de Multiples est réduite, car la situation spécifique actuelle d'une entreprise ne peut être comparée aisément à celle d'entreprises cotées ou de sociétés visées dans le cadre de transactions, même si lors du calcul des Multiples, seules des entreprises qui sont actives dans la même branche qu'ADB ont été prises en considération.
- L'évaluation à l'aide de Trading Multiples aboutit à une valeur par action de CHF 15.33 à CHF 20.55.
- Si les Multiples comparativement élevés de Kudelski n'étaient pas pris en compte, on aboutirait à une fourchette de valeur de CHF 14.46 à CHF 18.51.
- Une valeur par action de CHF 16.89 résulte de l'évaluation à l'aide de Transaction Multiples.

¹⁹ Pour plus de détails sur les Transaction Multiples calculés, cf. annexe.

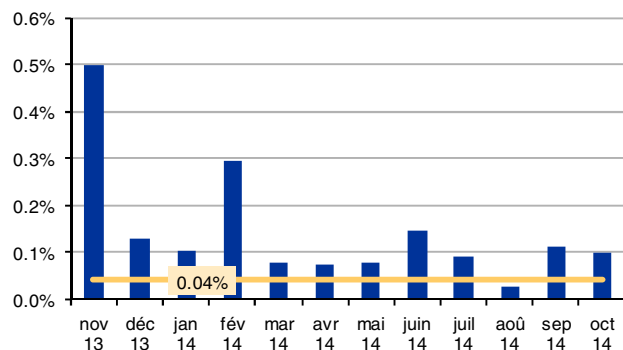
5.4 Analyse du cours de l'action

Cours de l'action d'ADB Holdings depuis novembre 2013 (en CHF)



Source: Bloomberg

Médiane du nombre d'actions négociées, en % du nombre d'actions en circulation



Source: Bloomberg

Evolution du cours de l'action

Les actions d'ADB Holdings sont cotées à SIX depuis avril 2005.

Après que l'action d'ADB Holdings a atteint le prix de CHF 51.00 à la clôture du premier jour de bourse, le cours est monté jusqu'en mai 2006 à CHF 154.60. Le cours de l'action a ensuite baissé plus ou moins constamment. Depuis fin juillet 2011, le cours de l'action s'est toujours situé en dessous de CHF 20.00, ayant atteint son cours le plus bas le 16 décembre 2011 à CHF 7.67.

Dès novembre 2013, le cours de clôture de l'action d'ADB Holdings a fluctué dans une fourchette allant de CHF 11.50 à CHF 17.25, une tendance à la baisse étant observée. Au 31 octobre 2014, l'action est cotée à CHF 11.55 (prix de la dernière action négociée). L'offre en espèces de CHF 15.50 dépasse ainsi de 34.2% le cours de l'action actuel. En comparaison du cours moyen pondéré par le volume au cours des 60 derniers jours de bourse ("VWAP") de CHF 12.89, l'offre en espèces représente une prime de 20.2%.

Analyse de la liquidité

Selon le droit des OPA, les actions d'entreprises qui ne font pas partie du Swiss Leader Index ("SLI") sont considérées comme liquides "si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0.04% de la fraction librement négociable du titre de participation (free float)."²⁰

²⁰ Cf. circulaire COPA n° 2 du 26 février 2010 sur la liquidité au sens du droit des OPA.

Dans le cas d'ADB Holdings, la médiane pertinente était supérieure à 0.04% pendant 11 des 12 mois précédents. Par conséquent, les actions d'ADB Holdings doivent être considérées comme liquides au sens du droit des OPA. Ainsi, il y a lieu d'accorder au cours de l'action une importance correspondante lors de l'évaluation de l'offre.

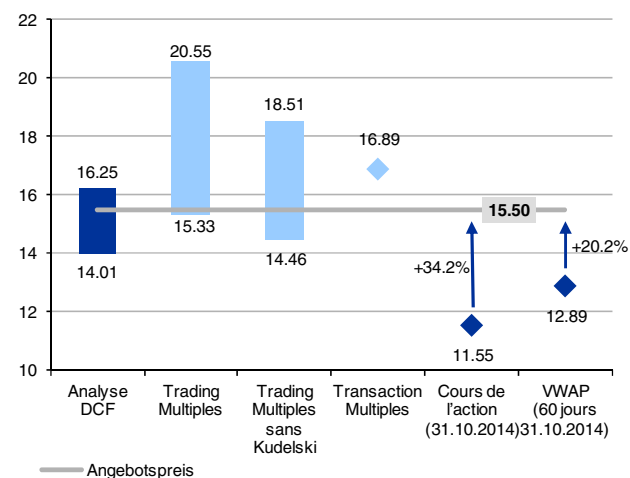


Conclusions

- L'action d'ADB Holdings doit être considérée comme liquide au sens du droit des OPA. Pour cette raison, il y a lieu d'accorder au cours de l'action actuel une importance correspondante lors de l'évaluation de l'offre de 4T SA.
- Au cours des 12 derniers mois, le cours de l'action a fluctué dans une fourchette allant de CHF 11.50 à CHF 17.25.
- Au 31 octobre 2014, le cours de clôture s'élève à CHF 11.55. Le cours de l'action moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse, se situe, avec une valeur de CHF 12.89, au-dessus du cours de clôture.
- L'offre en espèces de CHF 15.50 dépasse d'environ 34.2% le cours de clôture au 31 octobre 2014 et de 20.2% le cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse.

6 Evaluation de l'offre

Comparaison des résultats de l'évaluation (valeur par action) avec l'offre de 4T SA (en CHF)



Se fondant sur les analyses décrites ci-dessus et les conclusions qui en découlent et après avoir examiné et évalué toutes les informations mises à disposition, IFBC parvient à l'évaluation suivante:

- Sur la base d'une évaluation à l'aide du DCF, on aboutit à une valeur par action de CHF 15.11 avec une fourchette de valeur allant de CHF 14.01 à CHF 16.25. Il est accordé un poids important au résultat de l'analyse DCF dans le cadre de la présente analyse de valeur, car c'est ce modèle qui permet de prendre le mieux en considération les caractéristiques spécifiques à l'entreprise.
- L'évaluation par le biais de Trading and Transaction Multiples aboutit à une fourchette de CHF 15.33 à CHF 20.55, resp. une valeur de CHF 16.89. Lorsque les Multiples élevés de Kudelski ne sont pas pris en compte lors de l'analyse à l'aide de Trading Multiples, la fourchette se réduit à des valeurs se situant entre CHF 14.46 et CHF 18.51. La valeur DCF de CHF 15.11 qui en résulte se situe par conséquent en dessous, resp. à l'extrémité inférieure de la fourchette selon l'analyse à l'aide de Multiples. Bien que les entreprises comparables aient été choisies avec soin, nous estimons que la fiabilité de l'analyse à l'aide de Multiples est limitée, car le modèle commercial et la stratégie des entreprises comparables ne correspondent que de manière insuffisante à la situation spécifique d'ADB Group.
- L'action d'ADB Holdings est réputée liquide selon le droit des OPA en vigueur, raison pour laquelle le cours de l'action peut également être utilisé pour l'évaluation de l'offre.
- L'offre en espèces de CHF 15.50 dépasse d'environ 34.2% le cours de clôture au 31 octobre 2014 (CHF 11.55) et de 20.2% le cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse (CHF 12.89).

IFBC estime que l'offre de 4T SA est adéquate et équitable d'un point de vue financier.

Se fondant sur nos analyses et conclusions ainsi que sur les résultats exposés qui en découlent, IFBC estime que l'offre présentée par 4T SA aux actionnaires d'ADB Holdings est adéquate et équitable d'un point de vue financier.

Zurich, le 3 novembre 2014

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'R. Volkart', with a stylized, flowing script.

Prof. Dr. Rudolf Volkart
Senior Partner

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'T. Vettiger', with a stylized, flowing script.

Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner

Annexe

Analyse bêta

Entreprise	Monnaie locale	Taux d'imposition ¹	Levier financier ²	Bêtas aj. avec levier ³	Bêtas aj. sans levier	Part de fonds propres au 30.9.2014
Advanced Digital Broadcast Holdings SA	CHF	18%	0.00	0.63	0.63	100%
Amino Technologies Plc	GBP	21%	0.00	0.28	0.28	100%
Arris Group Inc	USD	40%	0.17	1.13	0.97	82%
Kudelski SA	CHF	18%	0.27	1.26	0.99	75%
Netgem SA	EUR	33%	0.00	0.70	0.70	100%
Pace Plc	GBP	21%	0.13	1.19	1.05	91%
Technicolor SA	EUR	33%	0.68	1.05	0.62	76%
Médiane			0.13	1.13	0.97	91%

Remarques

1) Source: KMG Corporate Tax Rate Table.

2) Levier financier = moyenne des deux dernières années (Endettement net * (1-taux d'imposition) / fonds propres).

3) Source: Bloomberg, bêta ajusté basé sur les performances hebdomadaires au cours d'une période de 2 ans (30.9.2014).

En raison de la portée statistique moindre, n'a pas été pris en compte dans la médiane.

Analyse Trading Multiples

Entreprise	Monnaie locale (ML)	Capitalisation boursière au 30.9.2014 en mns ML	Endettement net en mns ML	Valeur d'entreprise en mns ML	Multiples EBIT	
					12/2014	12/2015
Amino Technologies Plc	GBP	50.5	-19.7	30.8	8.4x	n/a
Arris Group Inc	USD	4'076.0	960.8	5'036.9	n/a	n/a
Kudelski SA	CHF	675.4	260.8	936.2	13.7x	12.8x
Netgem SA	EUR	86.5	-42.3	44.3	-55.3x	49.2x
Pace Plc	GBP	937.9	98.0	1'035.9	4.9x	4.6x
Technicolor SA	EUR	1'706.4	586.0	2'292.4	6.4x	5.6x
Médiane Peer Group					7.4x	5.6x
Médiane Peer Group sans Kudelski					6.4x	5.1x

Source: Bloomberg.

Non pris en compte dans la médiane Peer Group.

Analyse Transaction Multiples

Date	Entreprise visée	Acheteur/Investisseur	Valeur d'entreprise (EV, en mns EUR)	EBIT (LTM avant transaction, en mns EUR)	EV/EBIT
mar 14	Conax AS	Kudelski SA	182	n/a	n/a
jan 13	Arris Group, Inc. (participation 7.84%)	Comcast Corporation	1'450	66	22.2x
sep 12	Hyundai Digital Technology Co., Ltd. (participation 17.47%)	Seo Joon-sung (investisseur privé)	50	1	70.2x
juin 12	Miranda Technologies Inc.	Belden Inc.	247	20	12.5x
fév 11	Hughes Communications Inc.	EchoStar Corporation	1'401	64	22.1x
oct 09	OpenTV Corporation	Kudelski SA	70	4	16.4x
oct 09	Tandberg ASA	Cisco Systems, Inc.	2'110	126	17.4x
sep 07	C-Cor Inc	Arris Group, Inc.	478	19	26.3x
jan 07	Ericsson Television AS	Arris Group, Inc.	834	42	19.3x
oct 06	OpenTV Corporation (participation 26.68%)	Kudelski SA	355	-11	n/a
Médiane					19.3x

Source: MergerMarket.

Non pris en compte dans la médiane Peer Group.



CREATING ENTERPRISE VALUE

Riedtlistrasse 19 · CH 8006 Zurich
Tél. +41.43.255 14 55 · Fax: +41.43.255 14 50
info@ifbc.ch · www.ifbc.ch