



Panalpina World Transport (Holding) Ltd.

Attestation d'Equité à l'attention du Conseil d'administration
de Panalpina World Transport (Holding) Ltd.

Appréciation de l'adéquation financière de l'offre publique
d'échange de DSV A/S, Hedehusene, Danemark, portant sur
Panalpina World Transport (Holding) Ltd., Bâle, Suisse

Zurich, le 9 mai 2019

Table des matières

1	Introduction	5
1.1	Contexte	5
1.2	Mandat de KPMG SA	6
1.3	Méthodologie d'évaluation	7
1.4	Base d'évaluation	8
2	Aperçu du marché.....	9
3	Profil d'entreprise de Panalpina.....	12
3.1	Aperçu	12
3.2	Segment du fret aérien.....	12
3.3	Segment du fret maritime.....	13
3.4	Logistique et production.....	14
3.5	Stratégie et planification financière.....	16
4	Evaluation de Panalpina.....	19
4.1	Approche par les revenus	19
4.2	Approche par le marché	25
5	Analyse de la liquidité et du cours de l'action	28
5.1	Panalpina	28
5.2	DSV	30
6	Conclusion de l'Attestation d'Equité.....	32
7	Annexes	35

Liste des illustrations

Illustration 1: Marché mondial du transport de marchandises	10
Illustration 2: Valeur du marché mondial du transport de marchandises 2020	11
Illustration 3: Chiffre d'affaires net du transport de marchandises par produit et par région (2018)	12
Illustration 4: Chiffre d'affaires et marge EBIT du segment du fret aérien de Panalpina.....	13
Illustration 5: Chiffre d'affaires et marge EBIT du segment du fret maritime de Panalpina	14
Illustration 6: Chiffre d'affaires et marge EBIT du segment Logistique et Production de Panalpina	15
Illustration 7: Comparaison de la croissance du chiffre d'affaires.....	17
Illustration 8: Comparaison de la marge d'EBIT	17
Illustration 9: Evaluation basée sur les transactions comparables.....	27
Illustration 10: Analyse de la liquidité boursière de Panalpina World Transport (Holding) Ltd.....	28
Illustration 11: Evolution du prix de l'action de Panalpina World Transport (Holding) Ltd.....	29
Illustration 12: Analyse de la liquidité boursière de DSV A/S	30
Illustration 13: Evolution du prix de l'action DSV A/S.....	31
Illustration 14: Résumé de l'évaluation (CHF par action Panalpina).....	32

Liste des tableaux

Tableau 1: Les 10 principaux acteurs dans le transport de marchandises	11
Tableau 2: Business plan de la Direction	16
Tableau 3: Eléments de passage de la valeur d'entreprise aux fonds propres.....	24
Tableau 4: Analyse de sensibilité.....	25
Tableau 5: Evaluation basée sur les sociétés comparables.....	26
Tableau 6: Evaluation basée sur les transactions comparables	27
Tableau 7: Prix-cibles estimés par les analystes financiers (CHF)	29

Définitions

Offre	Dans le cadre d'une offre publique d'échange, DSV a proposé 2.375 actions DSV (d'une valeur nominale de DKK 1 par action) contre une action Panalpina, les rompus DSV devant être réglés en espèces. Sur la base du cours de clôture DSV de DKK 550.4 et d'un taux de change de 0.1498 CHF/DKK au 29 mars 2019, l'offre d'échange correspond à un prix d'offre implicite de CHF 195.8 pour chaque action Panalpina
Date d'évaluation	31 mars 2019
Position financière nette	Comprend la trésorerie et les équivalents de trésorerie de CHF 382.4 millions déduction faite des dettes portant intérêt de CHF 152.6 millions (hors dettes IFRS 16, en conformité avec les autres considérations prises en compte pour l'évaluation) au 31 mars 2019
Valeur d'entreprise	Reflète la valeur opérationnelle de l'entreprise

Abréviations

CAGR	Compound annual growth rate (taux de croissance annuel moyen)
CAPM	Capital asset pricing model (modèle d'évaluation des actifs financiers)
CHF	Franc suisse
DCF	Discounted cash flow (flux de trésorerie actualisés)
DKK	Couronne danoise
EBIT	Earnings before interest and taxes (résultat avant intérêts et impôts)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (résultat avant intérêts, impôts, dotations aux amortissements et provisions)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung (société à responsabilité limitée)
Ltd.	Limited (à responsabilité limitée)
SA	Société anonyme
TEU	Twenty-foot Equivalent Unit (équivalent vingt pieds)
VE	Valeur d'entreprise
VWAP	Volume weighted average price (cours moyen pondéré en fonction du volume)
WACC	Weighted average cost of capital (coût moyen pondéré du capital)
3PL	Third party logistics (Logistique tierce partie)

1 Introduction

1.1 Contexte

Panalpina World Transport (Holding) Ltd. («Panalpina» ou la «Société») et ses filiales (le «Groupe») offrent à leurs clients des solutions en matière de chaîne d'approvisionnement. Leurs principaux produits concernent le fret aérien, le fret maritime, la logistique et la production. En 2018, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé total de CHF 6.0 milliards. Il emploie plus de 14,539 personnes dans le monde.

Panalpina est une société cotée en bourse. Le capital-actions inscrit au registre du commerce s'élève à CHF 2,375,000.00 et est divisé en 23,750,000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0.10 chacune, qui sont toutes cotées au SIX Swiss Exchange. De plus, le Conseil d'administration de Panalpina est autorisé à augmenter le capital-actions à tout moment jusqu'au 3 mai 2019 pour un montant maximal de CHF 300,000 via l'émission d'un nombre maximal de 3,000,000 actions nominatives entièrement libérées d'une valeur nominale de CHF 0.10 chacune (capital autorisé).

Le 1^{er} avril 2019, la société logistique danoise DSV A/S («DSV») a annoncé son intention d'émettre une offre publique d'échange portant sur l'ensemble des actions nominatives de Panalpina détenues en mains publiques. En outre, DSV a rendu public le fait qu'elle a conclu un accord de transaction avec la Société. Selon les termes de l'accord de transaction, le Conseil d'administration de la Société a accepté, entre autres, de recommander aux actionnaires de la Société d'accepter l'offre. Par ailleurs, DSV a conclu des conventions d'apport à l'offre avec Ernst Göhner Stiftung, Cevian Capital II Master Fund LP et Artisan Partners Limited Partnership, qui détiennent ensemble 69.93% du capital-actions de Panalpina. Les trois actionnaires ont convenu d'apporter l'ensemble de leurs actions Panalpina dans le cadre de l'offre d'échange.

DSV offrira 2.375 actions nominatives de DSV d'une valeur nominale de DKK 1.00 contre une action Panalpina («Rapport d'Echange»). Les rompus DSV seront payés en espèces en francs suisses.

Sur la base du cours de clôture des actions DSV au NASDAQ de Copenhague et du taux de change DKK/CHF selon WM/Reuters à 16:00 GMT Fixing (selon Bloomberg) le dernier jour de négoce au NASDAQ de Copenhague avant la publication de cette annonce préalable («Annonce Préalable»), le Rapport d'Echange correspond à un prix d'offre de CHF 195.80 par action

Panalpina. Sur la base du cours moyen pondéré en fonction du volume («VWAP») des transactions en bourse portant sur les actions DSV au NASDAQ de Copenhague au cours des 60 derniers jours de négoce au NASDAQ de Copenhague avant la publication de cette Annonce Préalable, le Rapport d'Echange correspond à un prix d'offre de CHF 186.65 par action Panalpina.

Le prix des actions DSV et le taux de change (DKK/CHF) peuvent varier entre la date de l'Annonce Préalable et l'échange effectif portant sur les actions Panalpina. Les variations de prix impactent la valeur de l'offre portant sur les actions et, par conséquent, sur la valeur totale que les actionnaires publics recevront au final pour leurs actions Panalpina. Toutefois, la présente attestation d'équité concerne exclusivement la valeur financière de CHF 195.80 par action Panalpina au moment de l'Annonce Préalable.

L'offre est soumise à la condition que, à la fin de la durée de l'offre principale, DSV aura reçu des déclarations d'acceptation portant sur un nombre d'actions Panalpina qui, additionné au nombre d'actions Panalpina détenues par DSV et ses filiales, représentent au moins 80% de toutes les actions Panalpina qui auront été émises à l'expiration de la durée de l'offre principale.

1.2 Mandat de KPMG SA

Le 5 avril 2019, Panalpina a chargé KPMG SA («KPMG») de fournir une attestation d'équité (l'«Attestation d'Equité») évaluant l'adéquation de l'offre d'acquisition du point de vue des actionnaires publics de Panalpina.

L'Attestation d'Equité est destinée exclusivement au Conseil d'administration de Panalpina dans le cadre de son rapport aux actionnaires concernant l'offre d'acquisition conformément à l'Ordonnance de la Commission des OPA («COPA») sur les offres publiques d'acquisition. L'Attestation d'Equité peut être publiée dans son intégralité dans le cadre de l'offre, remise aux parties intéressées et il peut y être fait référence dans le prospectus de l'offre. L'utilisation de cette Attestation d'Equité à toute autre fin n'est pas autorisée.

L'évaluation effectuée dans le cadre de l'Attestation d'Equité porte sur Panalpina et ses filiales. L'évaluation a été effectuée au 31 mars 2019 (la «Date d'Evaluation»). L'Attestation d'Equité ne comporte aucune évaluation de DSV ou des actions DSV. L'Attestation d'Equité ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics de Panalpina d'accepter ou de refuser l'offre de DSV. En outre, elle ne contient aucune appréciation des points suivants:

- modalités de paiement et conditions de l'offre de reprise
- appréciation juridique et fiscale de la structure de la transaction
- conséquences possibles d'une acceptation ou d'un refus pour les actionnaires
- valeur future de l'action Panalpina
- valeur future des actions DSV après la Date d'Evaluation

Dans le cadre de la présente Attestation d'Equité, KPMG n'a pas réalisé une due diligence et n'a pas mandaté des tierces parties. Lors de la préparation de l'Attestation d'Equité, KPMG n'a procédé à aucune inspection physique des bâtiments et sites du Groupe.

En élaborant la présente Attestation d'Equité, KPMG est partie du principe que les informations utilisées, financières et autres, concernant Panalpina étaient exactes et complètes. Elle s'est fiée à ces informations, sans assumer la responsabilité de la vérification indépendante de ces dernières. Notre responsabilité se limite à une analyse méticuleuse, dans les règles de l'art, et à une appréciation des informations mises à notre disposition.

KPMG se fonde en outre sur l'assurance écrite du Conseil d'administration et de la Direction de Panalpina («Direction»), selon laquelle ils n'ont connaissance d'aucun fait ni d'aucune circonstance indiquant que les informations mise à disposition seraient incomplètes, incorrectes ou trompeuses.

1.3 Méthodologie d'évaluation

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

Les évaluations se basent sur une perspective «stand-alone». Par conséquent, les éventuelles synergies découlant de la transaction et les frais d'intégration n'ont pas été pris en compte. Les incidences au niveau de l'actionnaire individuel, telles que les conséquences fiscales, n'ont pas non plus été prises en considération.

La fourchette de valeurs pour Panalpina dans son ensemble ainsi que la valeur par action nominative en découlant ont été établies principalement sur la base de la méthode des flux de

trésorerie actualisés («discounted cash flow», ou DCF). De plus, dans le cadre de la méthode DCF, des analyses de sensibilité ont été effectuées en faisant varier les principaux déterminants de la valeur. Une approche basée sur le marché, s'appuyant sur des multiples, a en outre été appliquée afin de corroborer les résultats obtenus avec la méthode DCF.

1.4 Base d'évaluation

KPMG a basé son analyse sur les éléments suivants:

- Les informations publiquement disponibles concernant Panalpina. Celles-ci comprennent les rapports d'activité 2016 à 2018, des rapports d'analystes financiers de différentes banques, des articles de journaux et des communiqués de presse
- Les informations internes à Panalpina jugées pertinentes pour l'analyse, y compris la planification à moyen terme 2020
- Les entretiens avec la Direction de Panalpina concernant la situation financière et les résultats, l'environnement de marché actuel et futur, les déterminants de la valeur et les hypothèses retenues dans les documents de planification
- Les données boursières et financières de Panalpina et d'une sélection d'entreprises cotées comparables (source: Capital IQ)
- Les informations relatives à des transactions sur des entreprises jugées comparables (sources: Capital IQ, mergermarket)

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

2 Aperçu du marché

Les transitaires sont des agents qui gèrent le transport de marchandises pour des entreprises, depuis le lieu de production jusqu'à la destination finale. Les transitaires sont des prestataires de services logistiques qui font partie du secteur de la logistique et de la chaîne d'approvisionnement au sens large.

Les transitaires passent un contrat avec un transporteur, ou souvent des transporteurs multiples, pour l'acheminement des marchandises. Leurs prestations de services comprennent la facturation commerciale, l'entreposage, le conditionnement, la documentation et la livraison à la destination finale, entre autres.

Selon Transport Intelligence («TI»), un fournisseur de premier plan pour les études de marché relatives au secteur mondial de la logistique, le marché mondial du transport de marchandises a enregistré en 2017 une croissance estimée à 8.0% en glissement annuel en termes réels, ce qui constitue une forte hausse par rapport aux 2.7% enregistrés en 2016. Cette amélioration notable de la croissance a été attribuée à l'amélioration de la situation économique générale et à l'augmentation du volume des échanges au niveau international en 2017. En particulier, les Etats-Unis, la Chine et le Japon, de même que l'Union européenne, ont contribué à la hausse de la demande mondiale et, par conséquent, à l'augmentation du volume des échanges. C'est ce qui a également été observé au niveau de la croissance des échanges de marchandises au niveau international, qui est passée de 2.2%-2.3% en 2016 à 5.2%-5.5% en 2017.

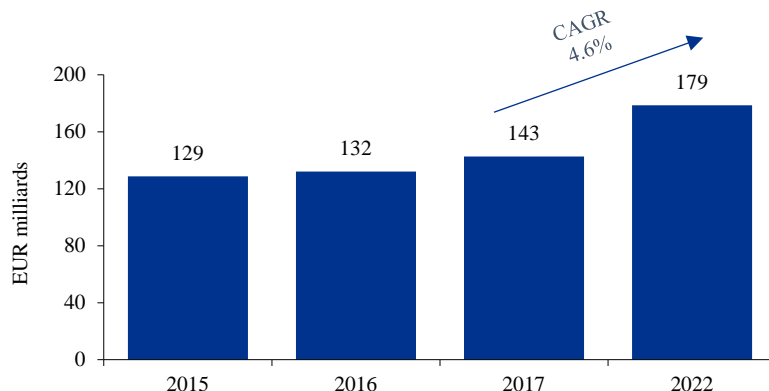
De plus, TI constate que le cycle mondial de réapprovisionnement a également joué un rôle important, notamment dans le secteur du fret aérien, qui a progressé de 10.2% en glissement annuel en 2017.

Au premier semestre 2018, le marché mondial du transport de marchandises a enregistré une croissance de 4.9% en glissement annuel, les activités de fret aérien et de fret maritime progressant respectivement de 5.3% et 4.3%. TI s'attend à un ralentissement partiel de la croissance après le premier semestre 2018, principalement en raison de la fin du cycle mondial de réapprovisionnement, résultant en une croissance annuelle de 4.1% en 2018.

A l'avenir, TI s'attend à une croissance du marché avec un CAGR de 4.6% sur la période 2017-2022, en raison de l'accroissement du volume mondial des échanges. La numérisation des opérations, favorisant le volume et l'efficacité, l'extension de la portée géographique et l'adoption

d'approches axées sur le client font partie des principaux facteurs qui favoriseront la croissance des transitaires.

Illustration 1: Marché mondial du transport de marchandises



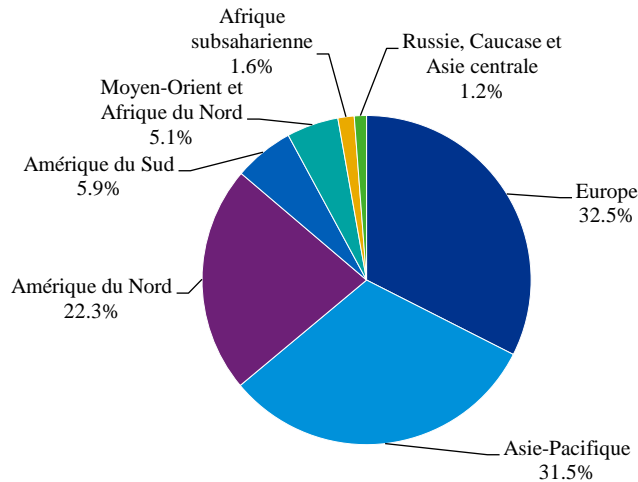
Source: Transport Intelligence

Les analyses effectuées par TI montrent que 85% du volume de fret aérien sont aujourd'hui gérés par des transitaires et les 15% restants par des compagnies aériennes, alors que 40% du volume de fret maritime sont gérés par des transitaires, mais que 60% restent sous le contrôle de compagnies maritimes.

De plus, on observe aujourd'hui une tendance commune selon laquelle les transitaires ciblent la région Asie-Pacifique pour accroître leur croissance en raison du fait que la Chine, Singapour et la Corée du Sud possèdent parmi les ports d'expédition de conteneurs les plus actifs au monde ainsi que les aéroports les plus actifs en termes de volume de marchandises. Par ailleurs, les pays comme la Chine, l'Inde, Singapour et le Vietnam constituent des «hubs» de production de marchandises, la croissance économique de l'Inde et de la Chine alimentant les échanges internationaux.

TI s'attend à ce que la région Asie-Pacifique suive l'Europe de près en 2020 avec une part de marché de 32.5% du marché mondial du transport de marchandises, devant l'Amérique du Nord (22.3%).

Illustration 2: Valeur du marché mondial du transport de marchandises 2020



Source: Transport Intelligence

Armstrong and Associates, un fournisseur de premier plan pour les études de marché en matière de logistique tierce partie («3PL»), a dressé la liste des 25 principaux acteurs dans le secteur du transport de marchandises sur la base du chiffre d'affaires brut pour l'activité logistique et des volumes de transport de marchandises en 2017. Le tableau suivant présente les 10 principaux acteurs:

Tableau 1: Les 10 principaux acteurs dans le transport de marchandises

Les 10 principaux transitaires mondiaux (en millions d'USD)				
Rang A&A	Fournisseur	CA brut	TEU maritimes ¹	Tonnes métriques aériennes
1*	DHL Supply Chain & Global Forwarding	27,598	3,259,000	2,248,000
1*	Kuehne + Nagel	22,574	4,355,000	1,570,000
2	DB Schenker	18,560	2,169,000	1,300,000
3	Sinotrans	9,530	3,360,300	533,300
4	DSV	11,374	1,389,611	635,655
5	Expeditors	6,921	1,070,424	985,549
6	Panalpina	5,621	1,520,500	995,900
7	Nippon Express	16,720	600,000	835,755
8	UPS Supply Chain Solutions	7,981	600,000	935,300
9	Bolloré Logistics	5,012	864,000	640,700
10	CEVA Logistics	6,994	729,000	480,000

Source: Armstrong and Associates Inc., rapports d'activité des entreprises

Notes: Le chiffre d'affaires et les volumes correspondent à ceux publiés par les entreprises ou aux estimations faites par Armstrong & Associates, Inc.; *Egalité à la 1^{ère} place

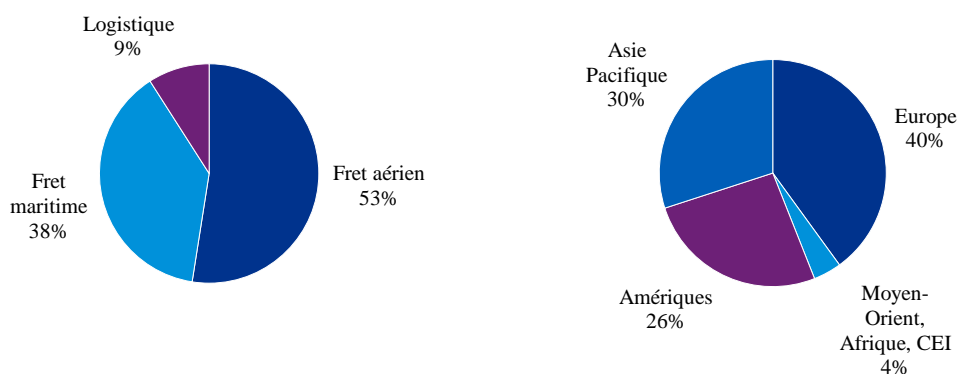
¹ TEU = Twenty-foot Equivalent Unit (équivalent vingt pieds)

3 Profil d'entreprise de Panalpina

3.1 Aperçu

Panalpina est un fournisseur leader de solutions pour la chaîne d'approvisionnement et combine ses services de base – fret aérien, fret maritime, logistique et production – afin de fournir des solutions intégrées au niveau mondial à 11 secteurs d'activités. Le Groupe exploite un réseau mondial avec 500 bureaux dans près de 70 pays. En 2018, Panalpina figurait parmi les quatre principales sociétés mondiales actives dans le fret aérien et maritime. Ses principaux concurrents dans les deux secteurs sont Schenker AG (filiale de Deutsche Bahn AG), DHL International GmbH ainsi que Kuehne + Nagel International AG. En 2018, le chiffre d'affaires de Panalpina (chiffre d'affaires net du transport de marchandises) s'est élevé à CHF 6.0 milliards, ce qui représente une augmentation de 9.1% par rapport à 2017. Ce chiffre d'affaires a été généré essentiellement dans le segment du fret aérien (Illustration 3).

Illustration 3: Chiffre d'affaires net du transport de marchandises par produit et par région (2018)



Source: Rapport d'activité de Panalpina (2018)

L'illustration ci-dessus montre qu'en 2018 Panalpina a réalisé 40% de son chiffre d'affaires en Europe, devant la région Asie-Pacifique (30%) et les Amériques (26%). Le Moyen-Orient et l'Afrique ne représentent qu'une part relativement restreinte (4%).

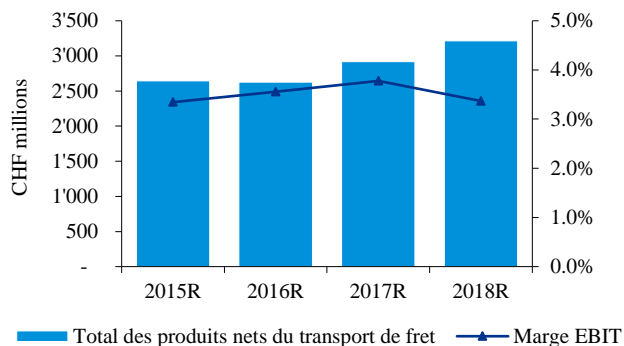
3.2 Segment du fret aérien

Panalpina offre à ses clients divers services de fret aérien, notamment des services intermodaux air-mer ou à température contrôlée. De plus, le Groupe fournit des services de «hub», de charter et d'urgence. Historiquement, il s'agit du segment le plus important pour Panalpina étant donné qu'il représente la plus grande part du chiffre d'affaires et de l'EBIT. En 2018, ce segment a

atteint son volume de fret aérien le plus élevé dans l'histoire de la Société. Ce résultat est dû en partie à l'extension du réseau de charters et à l'acquisition de deux sociétés, ce qui a résulté en une plus grande part de marché dans le segment des denrées périssables.

En 2018, la marge EBIT (EBIT/chiffre d'affaires) a diminué de 0.4 point de pourcentage (Illustration 4). Cette diminution s'explique en partie par un environnement de marché difficile en raison, par exemple, des restrictions au niveau des créneaux aéroportuaires en Europe et en Asie, de la pénurie mondiale de pilotes et des fluctuations du prix du carburant. Malgré tout, la Direction de Panalpina est convaincue que la croissance due à la numérisation, à l'innovation, à la focalisation sur les marchés clés et à la stabilité relative des coûts entraînera une augmentation de la marge EBIT à partir de 2019. A CHF 757.2 millions, le chiffre d'affaires de ce segment au premier trimestre 2019 est en légère augmentation par rapport au résultat du premier trimestre 2018 (CHF 750.1 millions). A 3.3%, la marge EBIT du premier trimestre 2019 est légèrement inférieure à la celle de l'année fiscale 2018 (3.4%) et doit encore être améliorée.

Illustration 4: Chiffre d'affaires et marge EBIT du segment du fret aérien de Panalpina

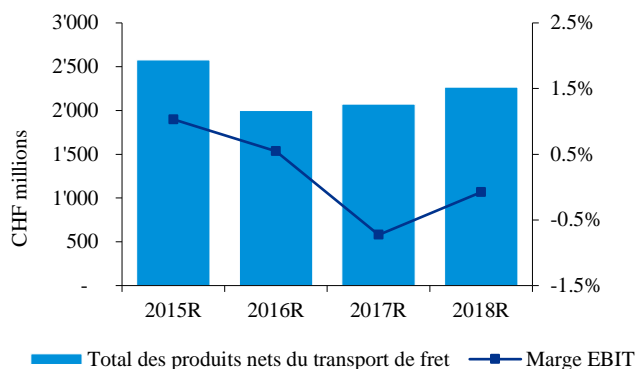


Source: Rapports d'activité de Panalpina

3.3 Segment du fret maritime

Le segment du fret maritime est le deuxième secteur d'activité le plus important pour Panalpina en termes de chiffre d'affaires. En 2016, la faillite de Hanjin et un déplacement de la demande vers les conteneurs, au détriment du transport en vrac (qui présentait traditionnellement une marge élevée), a entraîné un net recul du chiffre d'affaires de Panalpina. Ce choc a également impacté négativement la marge EBIT (Illustration 5).

Illustration 5: Chiffre d'affaires et marge EBIT du segment du fret maritime de Panalpina



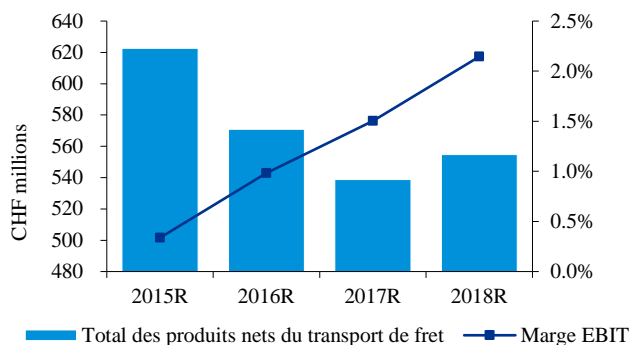
Source: Rapports d'activité de Panalpina

Alors que le chiffre d'affaires a lentement recommencé à augmenter en 2017, la marge EBIT a continué à diminuer pour atteindre -0.7%. Afin de contrecarrer cette tendance, Panalpina a pris un certain nombre de mesures, dont la mise en place d'un nouveau système IT. Les résultats de ces mesures sont déjà visibles dans les chiffres 2018. Alors que la marge EBIT était encore négative (-0.1%) en 2018, la Direction de Panalpina s'attend à ce que le segment redevienne profitable une fois que la nouvelle plateforme aura été mise en place et générera des gains de productivité. A CHF 580.9 millions, le chiffre d'affaires du premier trimestre 2019 du segment du fret maritime a augmenté fortement par rapport au résultat du premier trimestre 2018 (CHF 534.7 millions). La marge d'EBIT au premier trimestre 2019 s'établit à 0.1%, ce qui représente une légère diminution par rapport à la marge EBIT réalisée en 2018.

3.4 Logistique et production

Le segment logistique et production de Panalpina offre à ses clients différents services (p. ex. logistique, production ou solutions technologiques avancées). A l'instar du segment du fret maritime, le segment Logistique et Production a subi un certain nombre de changements au cours des dernières années, entraînant une érosion du chiffre d'affaires en 2016 et 2017. Toutefois, la péréquation en cours du coût du travail, des nouvelles technologies – comme l'intelligence artificielle – et des droits de douane font partie des raisons qui incitent les fabricants à rapprocher leurs outils de production de leurs marchés. En conséquence, Panalpina a réaligné son offre de produits sur les besoins des clients, ce qui lui a permis d'augmenter à nouveau son chiffre d'affaires en 2018.

Illustration 6: Chiffre d'affaires et marge EBIT du segment Logistique et Production de Panalpina



Source: Rapports d'activité de Panalpina

Contrairement à la baisse du chiffre d'affaires enregistrée entre 2015 et 2017 (suite à la restructuration du segment et à la réorientation sur des activités plus rentables), Panalpina a réussi à accroître sa marge EBIT de manière constante pour atteindre 2.1% en 2018. Panalpina prévoit d'augmenter encore son chiffre d'affaires en continuant à améliorer les installations existantes tout en étendant ses capacités, en introduisant de nouveaux services et en pénétrant de nouveaux marchés. Le chiffre d'affaires net réalisé par la Société au premier trimestre 2019 dans le transport logistique de marchandises s'élève à CHF 147.1 millions, ce qui représente une augmentation de 13.6% par rapport à son résultat du premier trimestre 2018 (CHF 129.5 millions). La marge d'EBIT au premier trimestre 2019 s'établit à 2.0%.

3.5 Stratégie et planification financière

L'évaluation de Panalpina pour la présente Attestation d'Equité se base sur le budget 2019 et la planification 2020 établie par la Direction de Panalpina, dont une version initiale a été approuvée par le Conseil d'administration de Panalpina en 2018 (le tableau ci-dessous présente une version légèrement modifiée datée de début 2019). Les principales hypothèses utilisées pour la planification détaillée pour 2019 et 2020 sont présentées ci-dessous:

Tableau 2: Business plan de la Direction

Business plan				
En millions de CHF	Réel 2017	Réel 2018	Estimation 2019	Estimation 2020
CA net total du transport de marchandises	5,533	6,036	6,282	6,596
<i>Croissance</i>	-	9.1%	4.1%	5.0%
Bénéfice brut total	1,398	1,500	1,563	1,641
<i>Marge</i>	25.3%	24.9%	24.9%	24.9%
EBIT	103	118	169	233
<i>Marge</i>	1.9%	2.0%	2.7%	3.5%
Bénéfice net	57	76	116	164
<i>Marge</i>	1.0%	1.3%	1.8%	2.5%

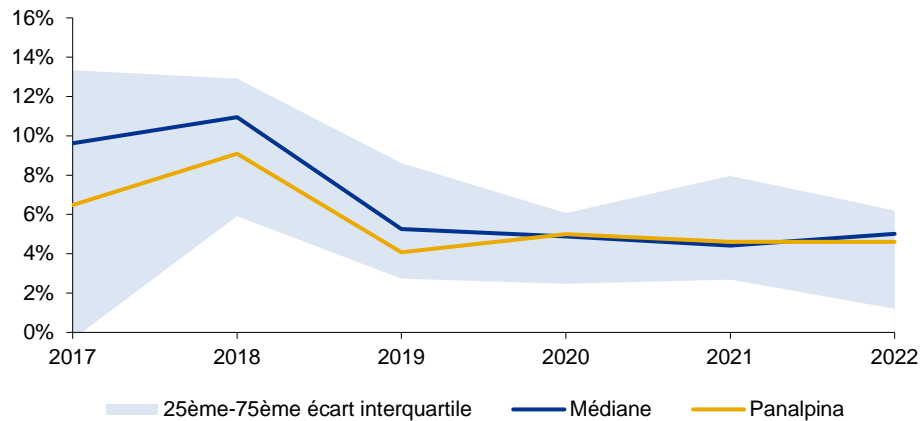
Source: Direction de Panalpina

La croissance du chiffre d'affaires devrait se stabiliser et dépasser la moyenne d'environ 4.6% attendue pour l'ensemble de l'industrie logistique. Les marges devraient continuer à s'améliorer.

La plausibilité du plan d'affaires et des hypothèses ci-dessus a été vérifiée. KPMG a examiné à la fois la période de planification explicite fournie par la Direction (2019 à 2020) et la période de planification étendue (2021 à 2022). Plusieurs analyses comparatives ont été réalisées afin de vérifier le caractère raisonnable du plan d'affaires. En particulier, la croissance du chiffre d'affaires et la marge EBIT de Panalpina ont été comparées à celles d'une série de sociétés comparables.

L'illustration ci-dessous présente une comparaison entre les taux de croissance du chiffre d'affaires de Panalpina et ceux des sociétés comparables:

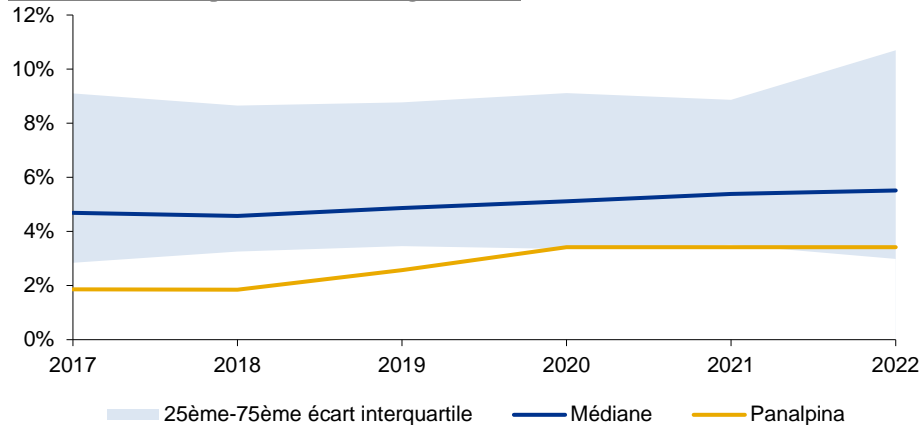
Illustration 7: Comparaison de la croissance du chiffre d'affaires



Source: Capital IQ, analyse KPMG

L'analyse montre que le taux de croissance de Panalpina est historiquement légèrement inférieur à la croissance médiane des sociétés comparables pour les années 2017 et 2018. La croissance du chiffre d'affaires de Panalpina devrait rester légèrement inférieure à celle des sociétés comparables en 2019, mais devrait ensuite s'établir au niveau des sociétés comparables à partir de 2020.

Illustration 8: Comparaison de la marge d'EBIT



Source: Capital IQ, analyse KPMG

L'analyse montre que la marge d'EBIT de la Société est nettement inférieure à celle des sociétés comparables pour les années 2018 et 2019. Ceci s'explique par les inefficiences historiques des activités de fret maritime de Panalpina comme indiqué ci-dessus. Toutefois, la performance de Panalpina s'améliore à partir de 2020 pour atteindre la limite inférieure de l'écart interquartile des

sociétés comparables. Il convient cependant de noter que, malgré ces améliorations attendues, la rentabilité de Panalpina devrait rester basse par rapport à celle des sociétés comparables.

Dans l'ensemble, tant la croissance du chiffre d'affaires que de la marge d'EBIT de Panalpina sont considérées comme se situant dans une fourchette raisonnable pour la période de projection 2019-2022.

Stratégie

Dans cet environnement économique, la stratégie de Panalpina consiste toujours à fournir des services fortement axés sur les besoins de sa clientèle et à assurer une croissance organique grâce à des acquisitions et à l'innovation, tout en poursuivant des améliorations opérationnelles. A ce jour, la mise en place d'une nouvelle plateforme IT, SAP TM (Transport Management), par le biais de laquelle 50% des transactions de Panalpina sont déjà traitées, constitue le résultat le plus important et le plus tangible de cette stratégie. Ceci permettra également à Panalpina de devenir un leader en termes maîtrise des coûts grâce à une flexibilité accrue aux changements sur le marché et en aidant la Société à intégrer de nouveaux clients plus facilement. De plus, la Société s'est efforcée de souligner l'importance des technologies liées à l'Internet des objets (IO), à l'analyse prédictive et à l'intelligence artificielle (IA). Outre la création d'un nouveau poste de responsable de l'innovation technologique, la Société a investi dans son avenir numérique en innovant via des plateformes telles que le programme Plug and Play, le forum Blockchain in Transport Alliance (BiTA) et le consortium Cargo Sous Terrain (CST) conduit par la Suisse.

Cet objectif est également soutenu par des améliorations opérationnelles grâce auxquelles la Société entend restructurer les activités déficitaires et maintenir un contrôle plus strict sur les coûts. De plus, la croissance doit aussi être renforcée à la fois par des activités M&A externes et par des processus internes. Ces objectifs et ces stratégies sont reflétés dans les améliorations susmentionnées de la croissance du chiffre d'affaires et de la marge, qui devraient se concrétiser au cours des années à venir.

En outre, en 2019, les propriétaires de cargaisons devraient ressentir l'impact de la nouvelle réglementation environnementale. Celle-ci s'accompagne de coûts plus élevés pour du carburant plus respectueux de l'environnement, que Panalpina entend toutefois répercuter sur ses partenaires commerciaux via des mécanismes tarifaires compétitifs. Au cours de la même période, un ralentissement général est attendu au niveau des activités de fret aérien étant donné que les exportations devraient diminuer dans le monde entier.

4 Evaluation de Panalpina

L'adéquation financière de l'offre d'acquisition portant sur Panalpina a été évaluée principalement sur la base de la méthode des flux de trésorerie actualisés («discounted cash-flow method», ou DCF) conformément à l'approche par les revenus. De plus, une analyse des résultats de sociétés cotées comparables ainsi qu'une analyse de transactions comparables ont été réalisées conformément à l'approche par le marché, afin de valider la plausibilité des résultats.

4.1 Approche par les revenus

La valeur d'une entreprise correspond aux flux de trésorerie nets attendus par l'investisseur (apporteurs de fonds propres et de dettes). Dans le cas d'espèce, la valeur des fonds propres a été calculée à l'aide de la méthode DCF reconnue au niveau international.

L'approche WACC constitue l'une des applications de la méthode DCF. En vertu de l'approche WACC, la valeur de marché de l'entreprise dans son ensemble est obtenue en actualisant les flux de trésorerie libres futurs («future free cash flows», FCF) avec le coût moyen pondéré du capital («WACC») à la Date d'Evaluation. Ces FCF futurs constituent des excédents financiers disponibles pour tous les prêteurs (apporteurs de fonds propres et de dettes) de la Société. Une déduction subséquente de la valeur de marché de la dette (nette de trésorerie) aboutit à la valeur de marché des fonds propres.

Les FCF sont calculés comme suit:

$$\begin{aligned} &= \text{EBIT} \\ &- \text{Impôts} \\ &+ \text{Dotations aux amortissements et provisions} \\ &- \text{Investissements} \\ &+ \text{Variation du besoin en fonds de roulement net} \\ &= \text{Flux de trésorerie libres} \end{aligned}$$

L'EBIT à des fins d'évaluation est ainsi grevé des impôts sur le bénéfice qu'une société devrait payer si elle était financée uniquement avec des fonds propres.

La valeur commerciale opérationnelle représente la somme des FCF futurs actualisés résultant de la phase de planification explicite et de la valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale se base sur l'hypothèse de la poursuite de l'exploitation et de l'actualisation de FCF récurrents avec le WACC compte tenu d'un taux de croissance à long terme («long-term growth rate», ou LTGR).

La période de projection explicite pour l'analyse DCF se base sur le plan d'affaires consolidé de Panalpina pour 2019 et 2020. A des fins d'évaluation, KPMG a prolongé la prévision explicite aux années 2021 à 2022.

4.1.1 Evolution du chiffre d'affaires

S'agissant de ses activités de base, le fret aérien et le fret maritime, la Société s'attend à réaliser une croissance supérieure à la performance moyenne du marché avec 4.1% en 2019 et 5.0% en 2020. KPMG a prolongé ces projections de deux années supplémentaires à l'aide d'un CAGR de 4.6%, ce qui représente le CAGR 2017-2022 estimé pour le marché mondial du transport de marchandises (voir le chapitre 2 «Aperçu du marché»).

Les principales mesures pour chacun des secteurs d'activité de Panalpina sont indiquées ci-dessous et décrivent la manière dont les faiblesses antérieures ont été identifiées et corrigées afin de s'assurer que la Société pourra atteindre ses objectifs de performance.

i) Fret aérien

Dans ce secteur, la Société aspire à réaliser une croissance supérieure à celle du marché, notamment en se concentrant sur ses marchés verticaux clés, y compris son réseau croissant de transport de produits périssables, grâce à son savoir-faire en matière de numérisation et d'innovation.

La demande dans ce secteur étant généralement alimentée par les problématiques de ses clients en matière de chaîne d'approvisionnement, il est difficile de prévoir l'évolution future du chiffre d'affaires. Grâce à des investissements d'environ CHF 300 millions dans son infrastructure IT ces deux dernières années, Panalpina a accru sa productivité et réduit ses inefficiences opérationnelles. En 2018, 50% des transactions étaient déjà réalisées avec le nouveau logiciel. Le nouveau portail client devrait être activé au niveau mondial au cours de l'été 2019, créant ainsi un environnement en ligne qui intégrera l'accès à tous les outils de Panalpina en matière de chaîne d'approvisionnement et améliorera l'expérience client.

ii) Fret maritime

En 2018, le fret maritime a été fortement impacté par le protectionnisme et les conflits commerciaux. Il a également été affecté par la surcapacité générale, qui a tiré les prix du transport de marchandises vers le bas. Dans ce secteur, Panalpina se concentre principalement sur le déploiement de son nouveau système IT, qui doit améliorer l'efficacité et la productivité. Les

nouvelles solutions numériques permettront d'améliorer la gestion de la chaîne d'approvisionnement pour les clients de Panalpina, ce qui pourrait réduire les coûts, raccourcir le temps de réponse et assurer une communication plus rapide.

iii) Logistique

Les services logistiques constituent le secteur d'activité le plus récent de Panalpina. Au fil des ans, les secteurs et services auparavant déficitaires ont été éliminés, de sorte que, depuis sa création, ce secteur d'activité a rétréci tout en devenant plus efficace et plus rentable. Panalpina a toujours des attentes généralement élevées en matière de croissance dans ce domaine, notamment en raison de l'important potentiel d'externalisation jusqu'ici généralement non exploité par ses clients.

Panalpina souhaite continuer à se concentrer sur les améliorations relatives à son système de gestion des entrepôts («warehouse management system», WMS) avec la mise en place d'un nouveau système, JDA WMS, fourni par JDA Software Group Inc., qui a été mis en place dans 28 pays en 2018. Le second domaine-clé est l'extension de sa solution de production logistique («logistics manufacturing service», LMS), notamment pour l'industrie des télécommunications, pour laquelle elle intègre des services de production, de test et d'installation pour ses équipements.

4.1.2 Evolution des marges

Pour la période prévisionnelle 2019-2020, les marges d'EBIT dans tous les secteurs d'activité devraient s'améliorer grâce aux mesures décrites ci-dessus. Les améliorations les plus importantes sont attendues dans les segments de Panalpina qui génèrent les chiffres d'affaires les plus élevés: le fret aérien et le fret maritime. Les marges devraient rester constantes au cours des années prévisionnelles étendues 2021 et 2022.

4.1.3 Valeur terminale

Pour la période au-delà de la période prévisionnelle explicite, c'est-à-dire au-delà de 2022, une valeur terminale a été estimée conformément au modèle de croissance de Gordon, à l'aide d'un LTGR de 2.5%.

Le LTGR représente une moyenne pondérée (en fonction du chiffre d'affaires) des taux de croissance des produits intérieurs bruts réels de trois régions géographiques majeures (Amériques, Asie-Pacifique et Europe) représentant les principales économies qui alimenteront les flux de trésorerie de Panalpina dans le futur. Le FCF récurrent pour le calcul de la valeur finale a été

déterminé sur la base du chiffre d'affaires de la dernière année prévisionnelle, 2022, et du LTGR susmentionné. De plus, une marge d'EBITDA récurrente a été estimée en tenant compte à la fois de la marge d'EBITDA historique et prévisionnelle. La marge d'EBITDA supposée dans la valeur terminale est égale à celle de la dernière année de la période de planification (2020). Enfin, Panalpina a opté pour une adoption anticipée de la norme IFRS 16, qui régit la comptabilisation, l'évaluation et la publication des contrats de location dans les comptes annuels des entreprises. Ce fait a été pris en compte lors du calcul des marges applicables pour l'analyse DCF et pour la réconciliation des valeurs entre la valeur d'entreprise et les fonds propres.

4.1.4 Coût du capital

Le WACC, qui est utilisé pour actualiser les FCF, se base sur le coût des fonds propres et des dettes après impôts et sur le ratio médian dettes/fonds propres des sociétés comparables à Panalpina. A la Date d'Evaluation, les WACC calculés pour Panalpina s'élèvent à 7.1% et 7.6% sur la base d'un ratio d'endettement de 0% et 25%, respectivement.

Les paramètres individuels utilisés pour calculer les WACC sont présentés et expliqués ci-dessous (le calcul des WACC est également présenté en Annexes I et II).

i) Taux sans risque («risk-free rate», ou RfR)

Le RfR représente un placement alternatif sans risque compte tenu de l'horizon de placement. Le RfR pour Panalpina a été estimé sur la base d'un taux d'intérêt uniforme équivalent à la valeur actuelle basé sur la courbe de rendement d'obligation zéro coupon, reflétant des maturités jusqu'à 30 ans, comme publié par la Banque nationale suisse («BNS»).

ii) Prime de risque du marché («market risk premium», ou MRP)

Une MRP de 6.0% est utilisée pour calculer le WACC. La MRP se base sur plusieurs études nationales et internationales qui examinent la différence entre le rendement moyen des marchés boursiers dans les pays développés et le rendement moyen des obligations d'Etats correspondantes, sur plusieurs décennies.

iii) Facteur bêta

Le facteur bêta non endetté («unlevered») a été calculé sur la base de sociétés cotées comparables sur une période de deux ans avec une fréquence hebdomadaire de calcul des rendements. Le facteur bêta «unlevered» calculé pour Panalpina est 0.95. Des informations sur le facteur bêta des sociétés comparables identifiées sont fournies en Annexe III. Le facteur bêta endetté («levered»)

a été calculé à partir du facteur bêta «unlevered» et de la structure de capital médiane des sociétés comparables conformément à la formule Harris-Pringle, aboutissant à un facteur bêta «relevered» de 1.1.

iv) Prime pour petite capitalisation («small-cap premium», ou SCP)

Dans le calcul du coût des fonds propres, il est tenu compte du fait qu'une société plus faiblement capitalisée présente un risque plus important et doit donc satisfaire à des attentes de rendement plus élevées. Cette circonstance a été prise en compte avec une prime de 0.89% basée sur la SCP des entreprises à moyenne capitalisation telle que publiée dans le 2019 Stocks, Bonds, Bills, and Inflation (SBBI) Yearbook de Duff&Phelps.

v) Prime de risque pays («country risk premium», ou CRP)

Une CRP tient compte de différents risques liés aux investissements dans des pays étrangers, tels que: risques politiques, risques législatifs, risques réglementaires et risques fiscaux.

La CRP est déterminée à partir de l'écart de rendement (calculé comme le rendement à l'échéance) entre les obligations libellées en euros ou en dollars US du pays concerné et les obligations comparatives libellées en euros ou en dollars US présentant une durée égale jusqu'à l'échéance. En raison de la maturité et de la liquidité de leurs marchés des capitaux, ainsi que d'une absence factuelle de risque de défaillance, les obligations d'Etat de l'Allemagne et des Etats-Unis d'Amérique sont utilisées comme obligations comparatives.

La CRP a été calculée en utilisant une moyenne pondérée en fonction des produits intérieurs bruts des CRP pour trois régions géographiques majeures: Amériques, Asie Pacifique et Europe. Ces trois CRP ont ensuite été pondérées selon répartition des chiffres d'affaires de Panalpina dans ces régions, représentant l'origine des flux de trésorerie de la Société. Le résultat final est une CRP s'élevant à 0.8%.

vi) Coût de la dette («cost of debt», ou CoD)

Le CoD est calculé à l'aide du RfR, auquel s'ajoutent la CRP et une prime de dette. La prime de dette est utilisée pour refléter le risque supplémentaire par rapport au RfR et est calculée à l'aide du spread médian des sociétés comparatives. Le CoD en résultant est 4.1% (avant impôts).

vii) Taux d'impôt

Selon les entretiens menés avec la Direction, un taux d'impôt de 25.0% a été appliqué pour Panalpina.

viii) Structure du capital

La structure du capital utilisée comprend 0.0% d'endettement, ce qui représente l'endettement actuel de Panalpina (hors dettes IFRS 16 éventuelles, en conformité avec les autres considérations prises en compte pour l'évaluation), et 25.0%, ce qui correspond à la structure du capital médiane des sociétés comparables.

4.1.5 Résultat de l'évaluation DCF

Tableau 3: Eléments de passage de la valeur d'entreprise aux fonds propres

Passage VE – Fonds propres		
en CHFm (hors prix de l'action)	Endettement de 0%	Endettement de 25%
Valeur d'entreprise	3,281.6	3,615.2
Moins: dette totale	153.9	153.9
Moins: Intérêts minoritaires	5.0	5.0
Plus: trésorerie et équivalents de trésorerie	382.4	382.4
Valeur implicite des fonds propres	3,505.1	3,838.8
Nombre moyen pondéré d'actions en circulation	23.7	23.7
Prix implicite de l'action	147.6	161.6
Moyenne	154.6	

Source: Résultats Panalpina T1 2019, analyse KPMG

La valeur d'entreprise («VE») est le résultat de l'analyse DCF alors que tous les autres éléments contribuant au passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres découlent des comptes annuels de Panalpina du T1 2019. Ces éléments sont les suivants:

- Dette totale: les emprunts à court et à long termes au 31 décembre 2018 ont été utilisés comme premier point de référence pour un montant total de CHF 156.0 millions compte tenu du fait que KPMG a adapté les flux de trésorerie de Panalpina à un environnement pré-IFRS 16 et a par conséquent exclu les contrats de location-financement (CHF 319.2 millions au total). Les emprunts à court et à long termes ont diminué à CHF 153.9 millions au premier trimestre 2019
- Les intérêts minoritaires ont diminué de CHF 5.6 millions à CHF 5.0 millions
- Trésorerie et équivalents de trésorerie: la trésorerie a augmenté au premier trimestre de CHF 287.0 millions à CHF 382.4 millions
- Nombre moyen pondéré d'actions en circulation: le nombre entièrement dilué d'actions en circulation ressort du rapport d'activité 2018 de Panalpina et aucun changement n'a été observé jusqu'à la Date d'Evaluation, soit un total de 23,748,000 actions en circulation

(entièrement diluées)

- Le tableau suivant présente une analyse de sensibilité basée sur un WACC avec un endettement de 0% et 25% respectivement et des taux de croissance de la valeur terminale différents.

Tableau 4: Analyse de sensibilité

Analyse de sensibilité – Prix implicite de l'action						
		Taux de croissance de la valeur terminale				
		2.0%	2.2%	2.5%	2.7%	3.0%
WACC	7.1%	149.5	155.3	161.6	168.7	176.7
	7.6%	137.8	142.4	147.6	153.3	159.6

Source: analyse KPMG

4.2 Approche par le marché

En vertu de l'approche par le marché, la valeur d'entreprise est estimée sur la base de la capitalisation des sociétés comparables cotées en bourse ou sur la base des prix payés dans le cadre de transactions pour des sociétés comparables. Les multiples d'EBITDA n'ont pas été pris en compte dans le cas de Panalpina étant donné que la cible constitue un cas particulier où l'adoption anticipée de l'IFRS 16 entraîne des distorsions potentielles concernant la comparabilité des charges et des engagements de location par rapport aux sociétés comparables.

4.2.1 Evaluation basée sur les sociétés comparables (multiples boursiers)

Cette approche d'évaluation utilise les ratios financiers (p. ex. valeur d'entreprise par rapport aux ventes) des sociétés comparables pour estimer une valeur d'entreprise potentielle pour Panalpina. La première étape consiste à identifier des sociétés comparables appropriées. Etant donné que le processus de sélection est extrêmement critique pour l'évaluation, les sociétés comparables potentielles doivent être aussi similaires que possible à Panalpina en ce qui concerne le secteur dans lequel elles opèrent, leur taille, leur implantation géographique, la structure de leur bilan et leur rentabilité. Une liste des sociétés retenues ainsi qu'une brève description de leurs activités sont fournies en annexe.

L'évaluation se base sur la médiane du rapport entre la valeur d'entreprise et les ventes réelles et prévisionnelles ainsi que l'EBIT des sociétés comparables.

Tableau 5: Evaluation basée sur les sociétés comparables

Valeur de Panalpina à l'aide de multiplicateurs boursiers						
	VE/Chiffre d'affaires			VE/EBIT		
	2018R	2019E	2020E	2018R	2019E	2020E
Médiane des sociétés comparables	0.7x	0.7x	0.7x	13.9x	14.3x	13.3x
Prix implicite de l'action Panalpina (CHF)	187.5	199.4	206.6	74.6	106.7	135.9

Source: Capital IQ, analyse KPMG

Le Tableau 5 montre les médianes pour les différents multiples des sociétés comparables et le prix implicite de l'action Panalpina. Sur la base de l'évaluation des par le multiple VE/Chiffre d'affaires, le prix implicite de l'action Panalpina s'établit dans une fourchette comprise entre CHF 187.5 et CHF 206.6, ce qui correspond au prix d'achat de DSV. Par rapport à ses concurrents, la marge d'EBIT de Panalpina était nettement plus basse ces dernières années. En conséquence, le prix implicite de l'action résultant du multiple VE/EBIT (2018) est nettement inférieur au prix de l'offre de DSV. La Direction s'attend à ce que la marge d'EBIT augmente au cours des prochaines années, comme le montre l'évaluation plus élevée découlant des multiplicateurs VE/EBIT pour 2019 et 2020.

Au sein des multiples boursiers, les multiples d'EBIT constituent une estimation plus précise du prix de l'action de la cible étant donné qu'ils sont indépendants de la structure du capital, des impôts et des éventuelles distorsions pouvant découler des dépréciations et des amortissements. En revanche, les multiples de chiffre d'affaires indiquent une très large fourchette de valeurs même si des pourcentages de croissance constants ont été appliqués au chiffre d'affaires de Panalpina pour la période concernée. Étant donné que la marge d'EBIT de Panalpina est nettement inférieure à celle des sociétés comparables et que les multiples du chiffre d'affaires présentent une comparabilité limitée, KPMG n'a pas utilisé directement les résultats de l'évaluation reposant sur les multiples boursiers, mais les a plutôt utilisés à des fins de vérification.

4.2.2 Evaluation basée sur les transactions comparables (multiplicateurs de transaction)

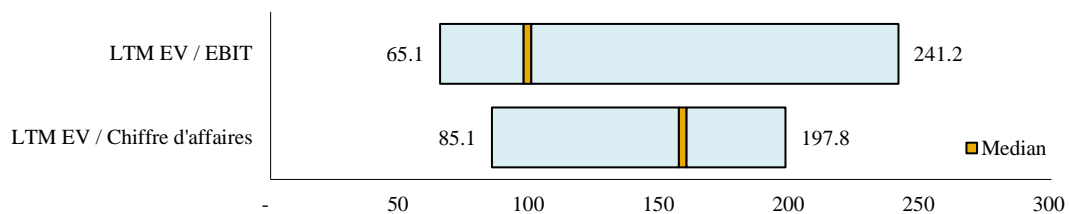
S'agissant de la méthode des transactions comparables, des fusions et acquisitions similaires à celle en question sont analysées. En appliquant cette méthode, il convient de noter que les multiples de transactions peuvent subir des distorsions dues à des éléments spécifiques à la transaction. Par exemple, l'acquéreur peut tenir compte des synergies potentielles lors de la soumission de son offre; les politiques fiscales fournissant du capital bon marché peuvent gonfler les prix. Pour ces raisons, entre autres, l'intérêt des multiples de transaction peut être limité, mais ces derniers peuvent fournir une indication concernant la valeur d'une entreprise.

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

- La société cible est active dans le même secteur que Panalpina
- Un changement de contrôle a eu lieu pendant la transaction
- Transaction au cours de la période allant de 2013 à la Date d'Evaluation
- Le prix de la transaction et les principaux indicateurs financiers de la société-cible au moment de la transaction sont connus

Les détails de la transaction et les multiplicateurs sont indiqués en Annexe VII.

Illustration 9: Evaluation basée sur les transactions comparables



Source: Capital IQ, analyse KPMG

Tableau 6: Evaluation basée sur les transactions comparables

Valeur de Panalpina à l'aide des transactions précédentes		
	VE / Chiffre d'affaires 12 derniers mois	VE / EBIT 12 derniers mois
Transactions - Médiane	0.6x	18.7x
Valeur d'entreprise (CHFm)	3,500.9	2,084.9
Prix implicite de l'action (CHF)	156.8	97.2

Source: Capital IQ, analyse KPMG

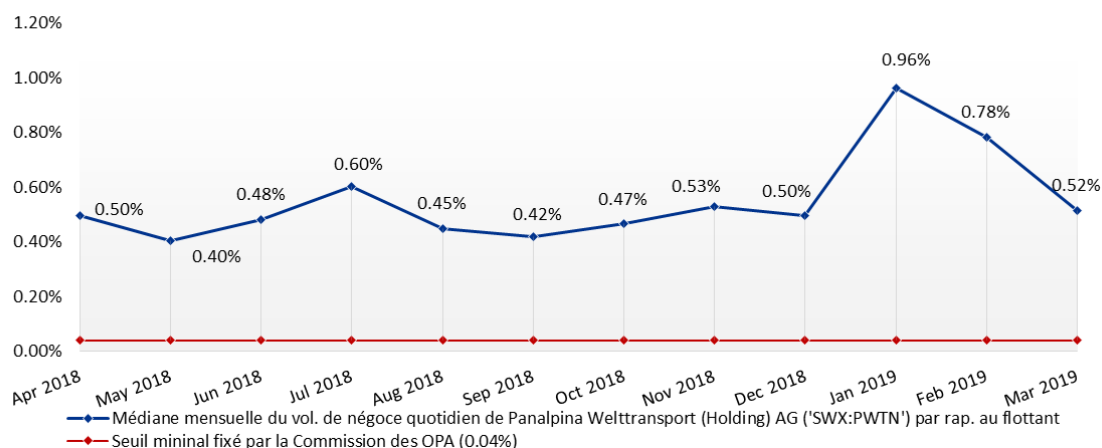
Après prise en compte de la situation financière nette de la Société, la valeur des fonds propres est comprise dans une fourchette de CHF 97.2 à CHF 156.8 par action. Le multiple VE/EBIT implicite sur les 12 derniers mois est inférieur pour la même raison qui a été indiquée précédemment: la faible marge d'EBIT de Panalpina.

5 Analyse de la liquidité et du cours de l'action

5.1 Panalpina

L'illustration ci-dessous montre la médiane mensuelle du volume d'actions Panalpina échangé quotidiennement par rapport au flottant au cours des 12 derniers mois avant la Date d'Evaluation. Le seuil minimal fixé par la Commission des OPA est 0.04%, lequel a été clairement dépassé sur chacun de ces 12 mois. Par conséquent, les actions Panalpina sont considérées comme liquides.

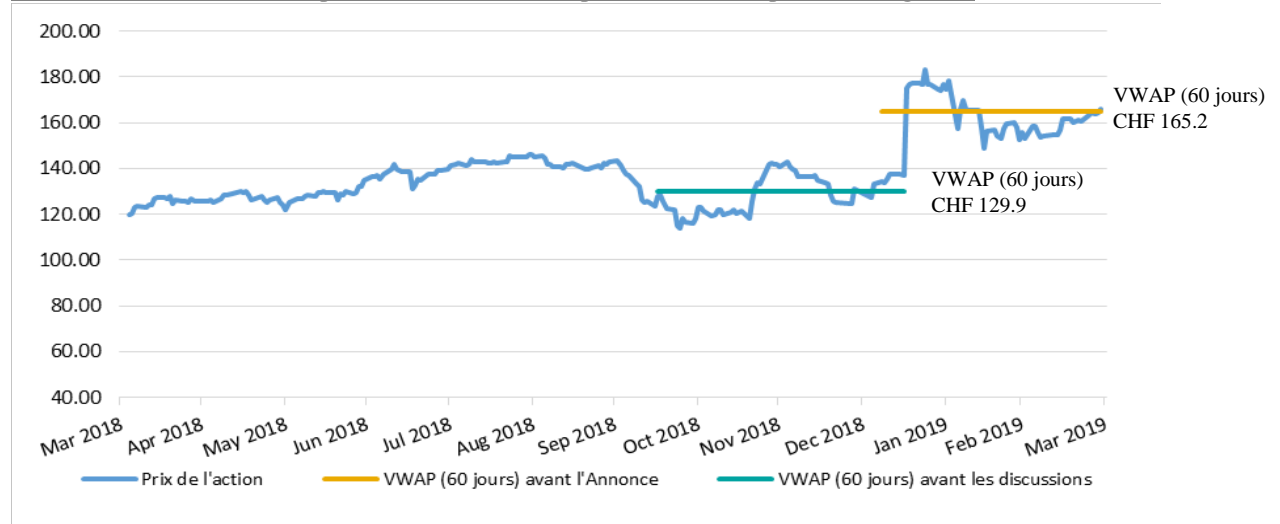
Illustration 10: Analyse de la liquidité boursière de Panalpina World Transport (Holding) Ltd.



Source: Capital IQ, analyse KPMG

L'illustration 11 montre l'évolution du prix de l'action Panalpina au cours des 12 derniers mois. Le 31 mars 2019, l'action Panalpina coûtait CHF 165.80, soit une augmentation de 39% par rapport au 31 mars 2018. Au cours de la période, le prix de l'action le plus élevé était CHF 182.90 et le prix plus bas était CHF 114.10, atteints respectivement le 23 janvier 2019 et 24 octobre 2018. Par ailleurs, l'illustration 11 montre le VWAP des 60 jours de cotation avant la Date d'Evaluation (31 mars 2019) ainsi que le VWAP (60 jours) avant l'approche non sollicitée et non contraignante de DSV envers Panalpina (16 janvier 2019). Le VWAP (60 jours) avant la Date d'Evaluation s'élève à CHF 165.17, reflétant un mark-up implicite de 19% par rapport au prix d'offre de CHF 195.80. Si l'on tient compte du VWAP (60 jours) avant l'offre non sollicitée et non contraignante de DSV de CHF 129.9, le mark-up s'élève à 51%.

Illustration 11: Evolution du prix de l'action de Panalpina World Transport (Holding) Ltd.



Source: Capital IQ, analyse KPMG

Le Tableau 7 présente les prix de l'action estimés par plusieurs analystes financiers pour Panalpina avant la Date d'Evaluation. Un prix-cible peut généralement être considéré comme étant la valeur de l'action à laquelle un analyste financier s'attend dans un délai de 12 mois sur une base théorique et équivaut approximativement à une évaluation par action de la valeur de la Société.

Tableau 7: Prix-cibles estimés par les analystes financiers (CHF)

Date du rapport	Analyste	Prix-cible (CHF)
22 mars 2019	RBC	140.0
4 mars 2019	Kepler Cheuvreux	162.0
1 ^{er} mars 2019	Barclays	130.0
1 ^{er} mars 2019	Berenberg	130.0
28 février 2019	Deutsche Bank	109.0
28 février 2019	Mainfirst	180.0
28 février 2019	Jefferies	180.0
28 février 2019	Credit Suisse	174.0
Moyenne		150.6
Médiane		151.0

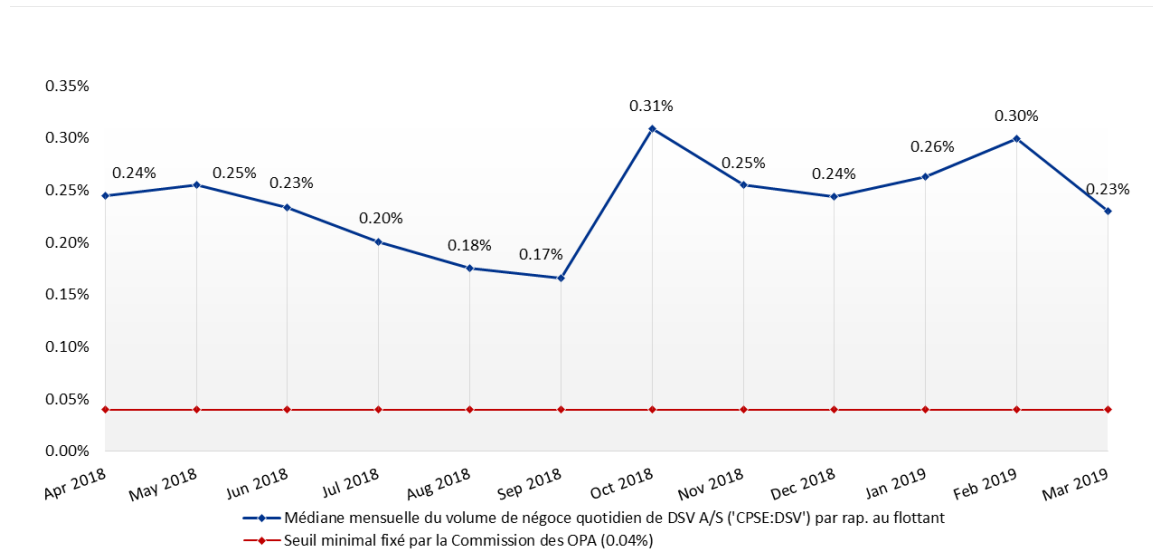
Source: Capital IQ, rapports des analystes, analyse KPMG

Le prix-cible s'établit dans une fourchette comprise entre CHF 109.0 et CHF 180.0 par action, avec une médiane de CHF 151.0.

5.2 DSV

L'illustration ci-dessous montre la médiane mensuelle du volume d'actions DSV échangé quotidiennement par rapport au flottant au cours des 12 derniers mois avant la Date d'Evaluation.

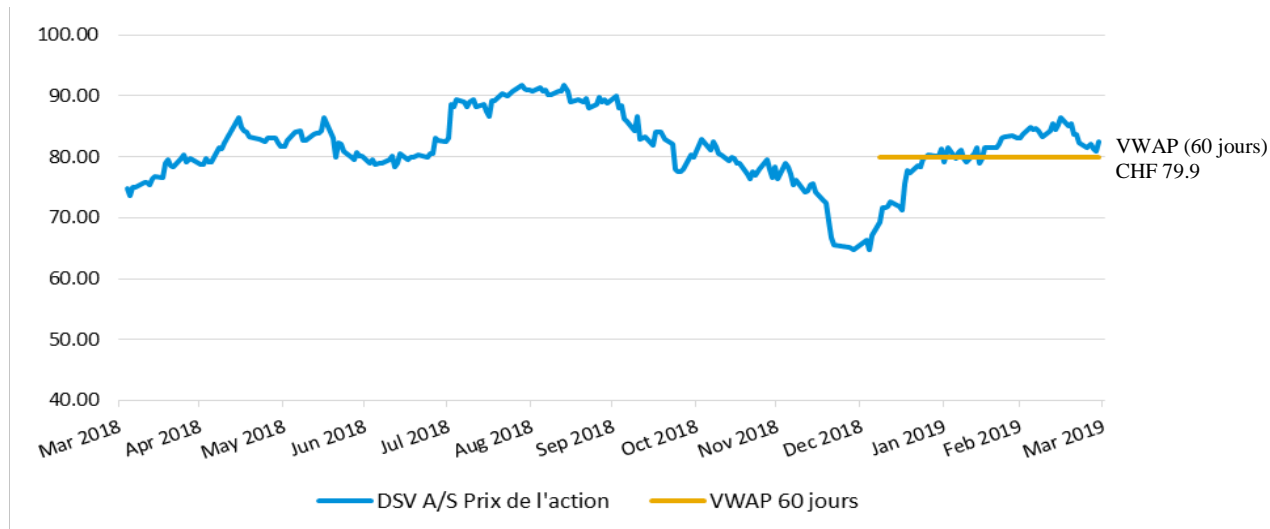
Illustration 12: Analyse de la liquidité boursière de DSV A/S



Source: Capital IQ, analyse KPMG

Le volume échangé médian des actions DSV a dépassé au cours de chacun des 12 mois le seuil fixé par la Commission des OPA. Par conséquent, les actions DSV sont considérées comme liquides.

Illustration 13: Evolution du prix de l'action DSV A/S

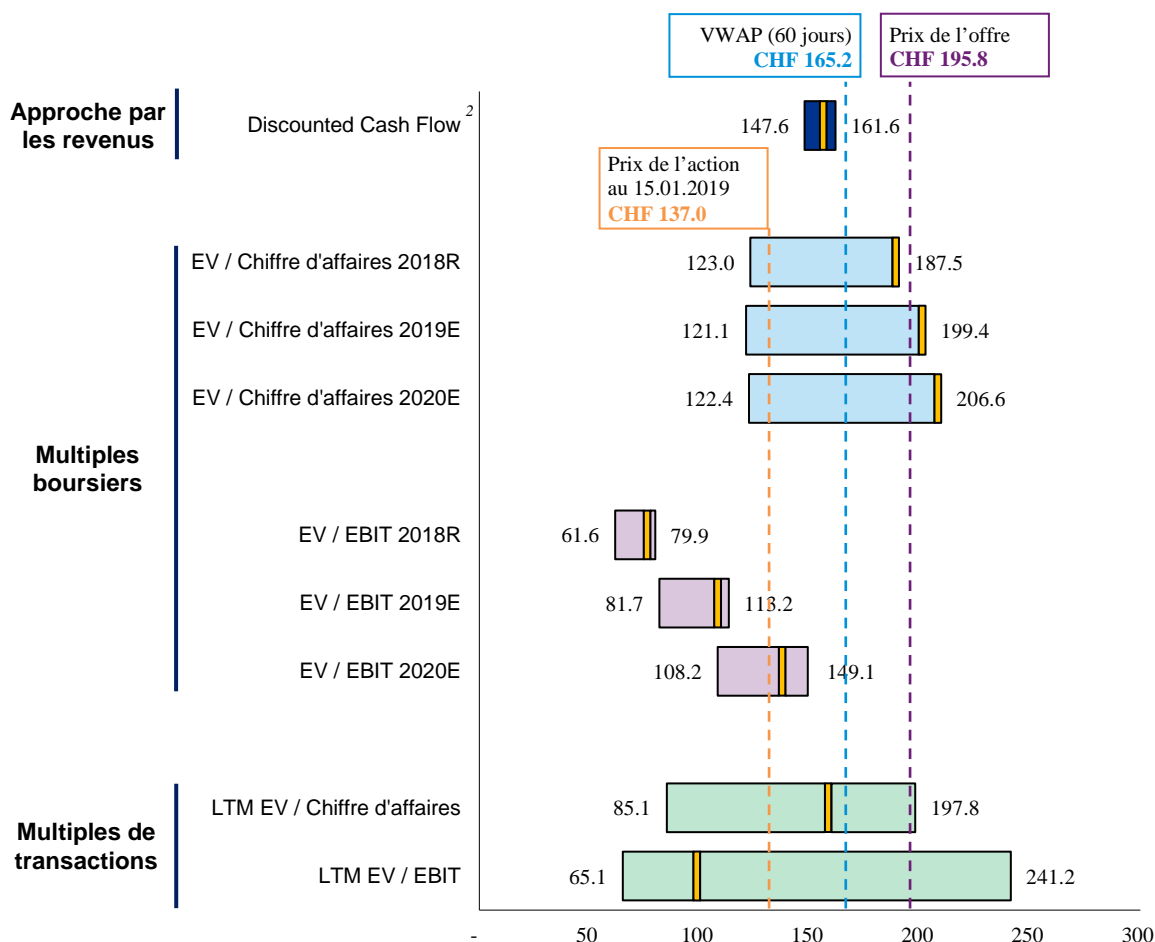


Source: Capital IQ, analyse KPMG

L'illustration ci-dessus montre l'évolution du prix de l'action et le VWAP (60 jours) de DSV avant la Date d'Evaluation – ces deux valeurs sont converties en CHF aux taux de change au comptant quotidiens à des fins de comparaison. Au cours de cette période, le prix de l'action se situait dans une fourchette comprise entre CHF 64.73 et CHF 91.84. Le jour précédant la Date d'Evaluation, les actions DSV coûtaient CHF 82.39, soit une augmentation de 10% par rapport au 31 mars 2018. Le VWAP (60 jours) avant la Date d'Evaluation s'élève à CHF 79.85, ce qui est inférieur de 3% au cours de clôture le 29 mars 2019. Sur la base du VWAP (60 jours) et du Rapport d'Echange de 2.375 actions DSV par action Panalpina, l'offre s'élève à CHF 189.65. Toutefois, le prix des actions DSV et le taux de change (DKK/CHF) peuvent varier entre la Date d'Evaluation et l'échange effectif pour les actions Panalpina. L'évolution des prix a un impact sur la valeur de la composante actions de l'offre et, par conséquent, sur la valeur totale que les actionnaires publics recevront au final en échange de leurs actions Panalpina.

6 Conclusion de l'Attestation d'Equité

Illustration 14: Résumé de l'évaluation (CHF par action Panalpina)



Source: Capital IQ, analyse KPMG

L'illustration ci-dessus résume les résultats de notre évaluation. La fourchette de valeurs pour Panalpina et les valeurs par action nominative en résultant ont été déterminées principalement sur la base de la méthode DCF. De plus, une sélection de méthodes d'évaluation basées sur le marché ont également été mises en œuvre afin de vérifier la plausibilité des résultats de l'analyse DCF.

Sur la base de notre analyse et de notre évaluation, les résultats suivants peuvent être observés:

- L'analyse DCF résulte en une fourchette de valeurs comprise entre CHF 147.6 et CHF 161.6 par action, ce qui correspond à une prime pour le prix d'offre de CHF 195.8 par action de

² La fourchette des résultats de l'analyse DCF se base sur une analyse de sensibilité au LTGR (2.0% à 3.0%) et au WACC (7.1% à 7.6%) (cf. Annexe IV)

32.7% et 21.1%, respectivement

- Le VWAP (60 jours) à la Date d'Evaluation s'élève à CHF 165.2. Il convient toutefois de noter que le VWAP (60 jours) à la Date d'Evaluation avait déjà été largement impacté par les spéculations de rachat suscitées par l'annonce initiale de DSV selon laquelle la société avait adressé une offre indicative et confidentielle au Conseil d'administration de Panalpina en vue de l'acquisition de Panalpina. Le prix de clôture de l'action au 15 janvier 2019, la veille de l'annonce de Panalpina concernant l'offre indicative et confidentielle de DSV, s'élevait à CHF 137.0 par action. Par rapport au prix de clôture de l'action au 15 janvier 2019, la prime par rapport au prix d'offre de CHF 195.8 par action s'élève à 42.9%.
- Les analystes financiers suivant Panalpina ont identifié des prix-cibles de CHF 109.0 à CHF 180.0 par action sur une base individuelle
- Comme évoqué, les multiples de marché offrent un aperçu limité de la valeur d'une entreprise en raison du manque de comparabilité, p. ex. concernant les attentes en matière de rentabilité ou de croissance. Toutefois, les multiples de transactions et les multiples boursiers sous-tendent clairement le résultat de l'analyse DCF dans le cas d'espèce
- L'offre actuelle de CHF 195.8 par action Panalpina, basée sur le Rapport d'Echange convenu de 2.375 actions DSV par action Panalpina et le prix de l'action DSV à la Date d'Evaluation, représente une prime de 18.5% par rapport au VWAP (60 jours) à la Date d'Evaluation et de 50.7% par rapport au VWAP (60 jours) avant l'annonce initiale de DSV

Sur la base de la fourchette d'évaluation comprise entre CHF 147.6 et CHF 161.6 par action Panalpina résultant de l'analyse DCF, **l'offre de DSV de CHF 195.8 par action Panalpina³ est considérée comme juste et équitable d'un point de vue financier à la Date d'Evaluation.**

KPMG SA



Johannes Post
Associé



Rolf Langenegger
Directeur

³ Sur la base du prix de l'action DSV et du taux de change DKK/CHF à la Date d'Evaluation (31 mars 2019). Veuillez noter que les potentielles fluctuations futures du prix de l'action DSV et du taux de change DKK/CHF pourraient influencer le prix effectif de l'offre et ne sont pas prises en compte dans la présente analyse.

Annexes

7.1	Annexe I: Calcul du WACC (limite inférieure, endettement de 25%)	35
7.2	Annexe II: Calcul du WACC (limite supérieure, endettement de 0%).....	36
7.3	Annexe III: Calcul du facteur bêta.....	37
7.4	Annexe IV: Analyse de sensibilité	38
7.5	Annexe V: Aperçu des sociétés comparables	39
7.6	Annexe VI: Multiples boursiers.....	43
7.7	Annexe VII: Multiples de transactions	44

7 Annexes

7.1 Annexe I: Calcul du WACC (limite inférieure, endettement de 25%)

Coût des fonds propres

(a) Bêta "relevered"	(e) Taux de base	
1.10	0.2%	
x	+	
(b) Prime de risque de marché	Bêta x ERP	
6.0%	6.6%	
	+	
(c) Prime pour petite capitalisation	Facteur alpha	
0.9%	1.7%	
+		
(d) Prime de risque pays		
0.8%		
		Coût des fonds propres
		8.5%
		(h) Ratio de fonds propres
		75.0%

Coût de la dette

	(e) Taux de base		(h) Ratio d'endettement
	0.2%		25.0%
	+		
	(f) Spread de la dette	Coût de la dette avant impôts	
	3.1%	4.1%	
		x	
	+	(g) (1-Taux d'impôt)	
		75.0%	
			Coût de la dette après impôts
			3.1%
(d) Prime de risque pays	Facteur alpha		
0.8%	0.8%		

Source: Capital IQ, analyse KPMG

Notes:

(a) Le facteur bêta se base sur une analyse des facteurs bêta calculés de manière hebdomadaire sur 2 ans (source: Capital IQ) pour les sociétés comparables. Le bêta «relevered» utilise la structure médiane du capital du groupe de sociétés comparables

(b) La prime de risque du marché a été sélectionnée sur la base de l'analyse faite par KPMG des données de la Banque Pictet & Cie portant sur les rendements des fonds propres sur les marchés des capitaux ainsi que d'autres articles, études universitaires et sondages qui tentent de quantifier la prime de risque du marché pour les actions ordinaires

(c) La prime pour faible capitalisation reflète le rendement supplémentaire historique sur les actions à faible capitalisation, comme publié dans le 2019 Stocks, Bonds, Bills, and Inflation (SBBI) Yearbook de Duff&Phelps

(d) Une prime de risque pays pondérée en fonction des revenus a été ajoutée conformément à la KPMG Country Risk Study au 31 mars 2019 (mise à jour trimestrielle)

(e) Détermination d'un taux d'intérêt uniforme équivalant à la valeur actuelle sur la base de la courbe de rendement de la BNS

(f) Le spread de la dette se base sur la médiane du groupe de sociétés comparables

(g) Taux d'impôt fourni par la Direction

(h) La structure du capital est basée sur la structure du capital actuelle de Panalpina

7.2 Annexe II: Calcul du WACC (limite supérieure, endettement de 0%)

Coût des fonds propres

(a) Bêta "relevered"	(e) Taux de base	
0.95	0.2%	
x	+	
(b) Prime de risque de marché	Bêta x ERP	
6.0%	5.7%	
	+	
(c) Prime pour petite capitalisation	Facteur alpha	Coût des fonds propres
0.9%	1.7%	7.6%
+		
(d) Prime de risque pays		(h) Ratio de fonds propres
0.8%		100.0%

Coût de la dette

	(e) Taux de base		(h) Ratio d'endettement
	0.2%		-
	+	Coût de la dette avant impôts	
		4.1%	
		x	Coût de la dette après impôts
	(f) Spread de la dette		3.1%
	3.1%		
	+	(g) (1-Taux d'impôt)	
		75.0%	
(d) Prime de risque pays	Facteur alpha		
0.8%	0.8%		

WACC
7.6%

Notes:

(a) Le facteur bêta se base sur une analyse des facteurs bêta calculés de manière hebdomadaire sur 2 ans (source: Capital IQ) pour les sociétés comparables. Le bêta «relevered» utilise la structure du capital actuelle de Panalpina

(b) La prime de risque du marché a été sélectionnée sur la base de l'analyse faite par KPMG des données de la Banque Pictet & Cie portant sur les rendements des fonds propres sur les marchés des capitaux ainsi que d'autres articles, études universitaires et sondages qui tentent de quantifier la prime de risque du marché pour les actions ordinaires

(c) La prime pour faible capitalisation reflète le rendement supplémentaire historique sur les actions à faible capitalisation, comme publié dans le 2019 Stocks, Bonds, Bills, and Inflation (SBBI) Yearbook de Duff&Phelps

(d) Une prime de risque pays pondérée en fonction des revenus a été ajoutée conformément à la KPMG Country Risk Study au 31 mars 2019 (mise à jour trimestrielle)

(e) Détermination d'un taux d'intérêt uniforme équivalant à la valeur actuelle sur la base de la courbe de rendement de la BNS

(f) Le spread de la dette se base sur la médiane du groupe de sociétés comparables

(g) Taux d'impôt fourni par la Direction

(h) La structure du capital est basée sur la structure du capital actuelle de Panalpina

7.3 Annexe III: Calcul du facteur bêta

Bêta des fonds propres hebdomadaires sur 2 ans						
Sociétés comparables		Bêta «levered» Rendements hebdomadaires sur 2 ans	Dette nette / capital total Soldes de clôture	Dette nette / fonds propres Soldes de clôture	Spread de la dette Soldes de clôture	Bêta «unlevered» Rendements hebdomadaires sur 2 ans
Nom de la société	Situation géographique					
Kuehne + Nagel International AG	Suisse	0.89	1.03%	1.04%	1.64%	0.88
XPO Logistics, Inc.	Etats-Unis	1.22	40.54%	68.18%	3.09%	0.93
Expeditors International of Washington, Inc.	Etats-Unis	1.07	0.00%	0.00%	1.16%	1.07
Forward Air Corporation	Etats-Unis	1.07	1.16%	1.18%	1.16%	1.06
Kintetsu World Express, Inc.	Japon	1.44	42.58%	74.16%	3.09%	1.05
Hitachi Transport System, Ltd.	Japon	0.85	27.25%	37.46%	3.09%	0.76
Nippon Express Co., Ltd.	Japon	1.01	35.57%	55.20%	3.09%	0.83
Kawasaki Kisen Kaisha, Ltd.	Japon	1.18	77.98%	354.06%	6.00%	1.04
DSV A/S	Danemark	0.96	6.50%	6.96%	1.30%	0.91
Minimum		0.85	0.00%	0.00%	1.16%	0.76
Médiane		1.07	27.25%	37.46%	3.09%	0.93
Moyenne		1.08	25.85%	66.47%	2.62%	0.95
Maximum		1.44	77.98%	354.06%	6.00%	1.07
Panalpina Welttransport (Holding) AG	avec dettes IFRS 16	1.07	3.30%	3.41%	2.43%	1.05
Panalpina Welttransport (Holding) AG	hors dettes IFRS 16	1.07	0.00%	0.00%	2.43%	1.07

Source: Capital IQ, analyse KPMG



7.4 Annexe IV: Analyse de sensibilité

Analyse de sensibilité – Valeur d’entreprise						
		Taux de croissance de la valeur terminale				
		2.0%	2.2%	2.5%	2.7%	3.0%
WACC	7.1%	3,327.9	3,464.2	3,615.2	3,783.4	3,971.8
	7.6%	3,047.8	3,159.2	3,281.6	3,416.4	3,565.9

Source: Capital IQ, analyse KPMG

Analyse de sensibilité – Prix implicite de l’action						
		Taux de croissance de la valeur terminale				
		2.0%	2.2%	2.5%	2.7%	3.0%
WACC	7.1%	149.5	155.3	161.6	168.7	176.7
	7.6%	137.8	142.4	147.6	153.3	159.6

Source: Capital IQ, analyse KPMG

Note:

Les analyses de sensibilité ci-dessus se basent sur une structure du capital Dette Nette/Capital Total de 0.0% (WACC 7.1%) et 25.0% (WACC 7.6%).

7.5 Annexe V: Aperçu des sociétés comparables

Sociétés comparables	
Nom	Description
Ceva Logistics AG	Ceva Logistics AG, a non-asset-based supply chain management company, designs and implements solutions in freight management and contract logistics. It offers contract logistics services, such as aftermarket, inbound, lead, and outbound logistics services. The company also provides air freight solutions; ocean freight services, including less-than-container load and full-container load shipments, as well as ocean freight management, break-bulk, project forwarding, and partial and full charter services; ground solutions; and supply chain solutions. It serves automotive, consumer and retail, energy, healthcare, industrial and aerospace, and technology sectors worldwide. Ceva Logistics AG is based in Baar, Switzerland. As of March 14, 2019, Ceva Logistics AG operates as a subsidiary of CMA CGM S.A.
Kuehne + Nagel International AG	Kuehne + Nagel International AG, together with its subsidiaries, provides integrated logistics services worldwide. The company operates through four segments: Seafreight, Airfreight, Overland, and Contract Logistics. It provides airfreight services; seafreight services, including full and less than container loads, intra Europe/short sea intermodal solutions integration with carriers, flexible schedules, blue anchor line agent, cargo insurance, and customs clearance services, as well as online booking online, tracking, and tracing of shipment services; and overland transportation and contract logistics services. The company also offers export and import documentation, door-to-door, and logistics supply movement arrangement services. It serves aerospace, automotive, FMCG, high-tech, oil and gas, pharma and healthcare, retail, industrial, emergency and relief logistics, drinks logistics, forest products, hotel and marine logistics, foodservice, insurance, and project logistics sectors. The company was founded in 1890 and is based in Schindellegi, Switzerland. Kuehne + Nagel International AG is a subsidiary of Kuehne Holding AG.
XPO Logistics, Inc.	XPO Logistics, Inc. provides transportation and logistics services in the United States, North America, France, the United Kingdom, Europe, and internationally. The company's Transportation segment offers freight brokerage services comprising truck brokerage, intermodal, drayage, and expedite services; last mile services, primarily asset-light; density and day-definite regional, inter-regional, and transcontinental less-than-truckload freight services; full truckload services for transactional transportation of packaged goods, high cube products, and bulk goods; logistics services for domestic, cross-border, and international shipments; and managed transportation services. Its Logistics segment offers a range of contract logistics services, including value-added warehousing and distribution, e-commerce fulfillment, cold chain solutions, reverse logistics, packaging and labeling, factory support, aftermarket support, inventory management and personalization services; and engineered and customized solutions and supply chain optimization services; The company offers its services to customers in various industries, such as retail, e-commerce, food and beverage, consumer packaged goods. XPO Logistics, Inc. was founded in 1996 and is based in Greenwich, Connecticut.

Source: Capital IQ, analyse KPMG

Sociétés comparables	
Nom	Description
Aramex PJSC	Aramex PJSC, together with its subsidiaries, engages in the freight, express, logistics, and supply chain management businesses in the Middle East and internationally. The company operates through five segments: International Express, Freight Forwarding, Domestic Express, Logistics, and Other Operations. The International segment provides delivery of small packages to retail and wholesale customers. The Freight Forwarding segment engages in the forwarding of loose or consolidated freight through air, land, and ocean transport; and provision of warehousing, customer clearance, and break bulk services. The Domestic Express segment is involved in the express delivery of small parcels; and pickup and delivery of shipments. The Logistics segment provides warehousing and its management distribution, supply chain management, inventory management, and other value added services. The Other Operation segment offers catalogue shipping services, document storage, airline ticketing and travel, and visa services, as well as publication and distribution services. It also provides e-commerce, logistics, business, drop and ship, shop and ship, and information management solutions, as well as operates a developer solutions center. Aramex PJSC was founded in 1982 and is headquartered in Dubai, the United Arab Emirates.
Expeditors International of Washington, Inc.	Expeditors International of Washington, Inc. provides logistics services in the Americas, North Asia, South Asia, Europe, the Middle East, Africa, and India. The company offers airfreight services, such as air freight consolidation and forwarding; ocean freight and ocean services, including ocean freight consolidation, direct ocean forwarding, and order management; customs brokerage, intra-continental ground transportation and delivery, and warehousing and distribution services; and customs clearance, purchase order management, vendor consolidation, time-definite transportation services, temperature-controlled transit, cargo insurance, and other logistics solutions. It acts as a freight consolidator or as an agent for the airline, which carries the shipment. The company also provides ancillary services that include preparation of shipping and customs documentation, packing, crating, insurance services, negotiation of letters of credit, and the preparation of documentation to comply with local export laws. Its customers include retailing and wholesaling, electronics, and industrial and manufacturing companies. Expeditors International of Washington, Inc. was founded in 1979 and is headquartered in Seattle, Washington.
Forward Air Corporation	Forward Air Corporation, together with its subsidiaries, operates as an asset-light freight and logistics company in the United State and Canada. The company operates through four segments: Expedited Less-Than-Truckload (LTL), Truckload Premium Services (TLS), Intermodal, and Pool Distribution (Pool). The Expedited LTL segment provides expedited regional, inter-regional, and national LTL services, as well as local pick-up and delivery services. It also offers shipment consolidation and deconsolidation, warehousing, final mile, customs brokerage, and other handling services. This segment provides its transportation services through a network of terminals located at or near airports. The TLS segment offers expedited truckload brokerage, dedicated fleet, and high security and temperature-controlled logistics services. The Intermodal segment provides intermodal container drayage services; and contract, and container freight station warehouse and handling services. The Pool segment offers high-frequency handling and distribution of time-sensitive products to various destinations. Forward Air Corporation was founded in 1981 and is headquartered in Greeneville, Tennessee.

Source: Capital IQ, analyse KPMG

Sociétés comparables	
Nom	Description
Kintetsu World Express, Inc.	Kintetsu World Express, Inc., together with its subsidiaries, provides air freight forwarding, sea freight forwarding, customs brokerage, logistics, and other services in Japan, the Americas, Europe, the Middle East, Africa, East Asia, Oceania, and Southeast Asia. The company offers air freight services, including air freight forwarding services, trucking services for pick-up and delivery, customs brokerage, and customized packing services, as well as precision machinery installation services. It also provides sea freight services comprising sea freight forwarding, container drayage, trucking for pick-up and delivery, customs brokerage, buyer's consolidation, and PO management services. In addition, the company offers contract logistics services comprising PO and inventory control management services, cross dock and call center operations, assembly works, products inspections, vendor managed inventory, etc.; logistics consulting services; truck, trailer, and rail transportation services; and finished vehicles and auto parts transportation services. Further, it provides temporary staffing primarily for logistic and trading businesses; transports art objects and other materials for events and exhibitions; and offers hand carry services. Kintetsu World Express, Inc. was founded in 1948 and is headquartered in Tokyo, Japan.
Agility Public Warehousing Company K.S.C.P.	Agility Public Warehousing Company K.S.C.P., together with its subsidiaries, engages in the provision of logistics and related services in the Middle East, Europe, Asia, the United States, and Africa. It operates through two segments, Logistics and Related Services, and Infrastructure. The company offers air freight, ocean freight, and road freight forwarding services; supply chain solutions for business needs; warehousing and distribution services; and systems and technologies for shipment tracking, shipment management, and inventory management. It also provides specialized logistics services for the chemical industry, and defense and government sectors; and project, and fairs and events logistics services. In addition, the company offers waste recycling, airport and airplane ground handling and cleaning, and industrial real estate services. Further, it is involved in the provision of customs consulting, contract logistics, and other transportation services; and logistics services for automotive, consumer goods, energy and petrochemicals, pharmaceuticals and life science, fashion and retail, and technology industries, as well as private equity activities. The company was founded in 1979 and is headquartered in Safat, Kuwait.
Hitachi Transport System, Ltd.	Hitachi Transport System, Ltd. provides third party logistics services for corporate customers in Japan and internationally. The company offers domestic logistics services, such as logistics system integration, information control, inventory control, order control, distribution center operation, factory logistics, transportation, and delivery services, as well as value added services. Its domestic logistics services also include transportation, installation, and setting of general cargo, heavy machineries, and artworks; factory and office moving services; warehousing and trunk room services; and collection and transportation of industrial waste. The company also provides global logistics services comprising customs clearance, as well as international multimodal transportation by surface, ocean, and air; overseas logistics; and air cargo sales agent services. In addition, it is involved in logistics consulting, logistics system designing and development, information system development, computer sales, travel agency, real estate agent, and driving school businesses; and the provision of automobile sale, maintenance, and inspection services. The company was formerly known as Hitachi Express Co., Ltd. and changed its name to Hitachi Transport System, Ltd. in July 1985. Hitachi Transport System, Ltd. was founded in 1950 and is headquartered in Tokyo, Japan.

Source: Capital IQ, analyse KPMG

Sociétés comparables	
Nom	Description
Nippon Express Co., Ltd.	Nippon Express Co., Ltd. provides logistics services. It offers rail freight forwarding, truck transportation, truck freight forwarding, marine transportation, coastal shipping, harbor transportation, NVOCC marine transportation, air freight forwarding, and other transportation and forwarding services. The company provides freight transportation consignment, warehousing, construction, customs-clearance, freight collection and settlement, and air freight forwarding agency services, as well as non-life insurance agency services. In addition, it engages in the packing; packaging, labeling, and storage business for pharmaceuticals, quasi-pharmaceuticals, cosmetics, and medical equipment; travel agency business; the transportation, construction, and installation of heavy goods and various incidental business; sale, purchase, and lease of real estate; security and general worker dispatching business; waste management operations; delivery activities; collection and processing of logistics information; and sale of goods and commodities. Further, the company is involved in investing and financing of various businesses. It operates in Japan, The Americas, Europe, East Asia, South Asia and Oceania, and Africa. The company was founded in 1872 and is headquartered in Tokyo, Japan.
Kasaki Kisen Kaisha, Ltd.	Kawasaki Kisen Kaisha, Ltd. provides marine, land, and air transportation services in Japan and internationally. It operates through Containership, Bulk Shipping, Offshore Energy E&P Support and Heavy Lifter, and Other segments. The company offers containership services; dry bulk carrier services comprising transport of raw materials, such as coal, iron ore, wheat, soybeans, corn, woodchips, and pulp; car carrier services; liquefied natural gas (LNG) carrier services; marine transport of crude oil, oil derivatives, and liquefied petroleum gas (LPG) products through tankers; offshore support vessel services; offshore drilling services; and floating production storage and offloading services. It also offers logistics services, including air and sea freight forwarding, land transportation, warehousing, and buyer's consolidation services; and operates container terminals. The company operates a fleet of 65 containership vessels; 243 dry bulk carriers; 96 car carriers; 70 oil tankers; and 56 RORO vessels. Kawasaki Kisen Kaisha, Ltd. was founded in 1919 and is headquartered in Tokyo, Japan.
DSV A/S	DSV A/S provides transport and logistics services in Europe, the Middle East, Africa, North America and South America, Asia, Australia, and the Pacific. The company operates through three segments: Air & Sea, Road, and Solutions. The company offers air and sea freight services, including standard freight, compliance, and carrier services, as well as container and sea-air freight services. It also provides road freight services, such as part and full loads, groupage, specialized transport, and document handling services, as well as online services comprising track and trace, and e-services. In addition, the company offers logistics solutions, including automotive, consumer products, healthcare, high-tech, and industrial logistics solutions; and warehousing and inventory management solutions. Further, it provides value added services comprising purchase order management, pick-and-pack, cargo consolidation, customs clearance, etc.; and e-fulfilment, receiving order, picking and packing, and handling returns solutions. The company was formerly known as DSV, De Sammensluttede Vognmænd af 13-7 1976 A/S and changed its name to DSV A/S in 2003. DSV A/S was founded in 1976 and is headquartered in Hedehusene, Denmark.

Source: Capital IQ, analyse KPMG

7.6 Annexe VI: Multiples boursiers

Multiplicateurs boursiers												
USDm				VE / Chiffre d'affaires			VE / EBITDA			VE / EBIT		
Nom de la société	Pays	Valeur d'entreprise	Capitalisation	2018R	2019E	2020E	2018R	2019E	2020E	2018R	2019E	2020E
Ceva Logistics AG	Suisse	2,908	1,675	0.4x	0.4x	0.4x	13.3x	10.0x	9.2x	37.6x	16.9x	14.9x
Kuehne + Nagel International AG	Suisse	15,156	15,367	0.7x	0.7x	0.7x	12.3x	11.4x	10.6x	15.0x	15.3x	14.1x
XPO Logistics, Inc.	Etats-Unis	11,466	7,241	0.7x	0.6x	0.5x	7.8x	6.1x	5.6x	14.9x	11.7x	10.3x
Aramex PJSC	Emirats Arabes Unis	1,722	1,710	1.3x	1.2x	1.1x	8.2x	7.8x	7.2x	9.7x	9.1x	8.4x
Expeditors International of Washington, Inc.	Etats-Unis	10,763	11,752	1.4x	1.4x	1.3x	13.0x	13.5x	12.8x	13.9x	14.5x	13.7x
Forward Air Corporation	Etats-Unis	1,614	1,602	1.3x	1.3x	1.2x	10.4x	10.7x	9.7x	14.0x	14.3x	12.9x
Kintetsu World Express, Inc.	Japon	1,931	1,064	0.4x	0.4x	0.4x	6.6x	6.5x	6.4x	10.5x	10.6x	10.2x
DSV A/S	Danemark	12,595	11,728	1.1x	1.3x	1.2x	14.1x	11.5x	11.0x	15.6x	17.0x	16.0x
Agility Public Warehousing Company K.S.C.P.	Koweït	4,438	3,821	0.9x	0.8x	0.8x	9.6x	8.9x	8.0x	12.9x	12.0x	10.7x
Hitachi Transport System, Ltd.	Japon	4,109	3,172	0.6x	0.7x	0.6x	8.4x	9.0x	8.7x	13.2x	14.8x	14.3x
Nippon Express Co., Ltd.	Japon	7,373	5,355	0.4x	0.4x	0.4x	6.4x	6.1x	6.3x	11.1x	10.2x	10.9x
Kawasaki Kisen Kaisha, Ltd.	Japon	5,370	1,146	0.6x	0.7x	0.7x	36.5x	22.3x	10.8x	NM	NM	33.8x
Min.		1,614	1,064	0.4x	0.4x	0.4x	6.4x	6.1x	5.6x	9.7x	9.1x	8.4x
Médiane		4,904	3,497	0.7x	0.7x	0.7x	10.0x	9.5x	9.0x	13.9x	14.3x	13.3x
Max		15,156	15,367	1.4x	1.4x	1.3x	36.5x	22.3x	12.8x	37.6x	17.0x	33.8x

Source: Capital IQ, analyse KPMG

7.7 Annexe VII: Multiples de transactions

Multiples de transactions						
M&A Date de clôture	Cible	Acquéreur(s)	Valeur totale de la transaction (CHFm)	VE implicite/ CA	VE implicite/ EBITDA	VE implicite/ EBIT
4/2/2019	Ceva Logistics AG	CMA CGM S.A.	784	0.4x	14.8x	41.5x
12/3/2018	CaseStack, Inc.	Hub Group, Inc.	256	1.1x	11.6x	-
7/26/2016	LGI Logistics Group International GmbH	Elanders AB (publ)	278	0.6x	8.9x	-
3/9/2016	InterBulk Group Limited	Den Hartogh Holding B.V.	154	0.4x	6.5x	12.8x
6/8/2015	XPO Logistics Europe SA	XPO Logistics, Inc.	2,883	0.7x	10.6x	19.2x
4/2/2015	Wheels Group Inc.	Radiant Global Logistics Ltd.	74	0.3x	13.5x	101.2x
9/2/2014	XPO Logistics Supply Chain, Inc.	XPO Logistics, Inc.	558	1.0x	8.0x	-
5/12/2014	One Stop Logistics, Inc.	Echo Global Logistics, Inc.	33	0.7x	8.7x	-
3/31/2014	XPO Intermodal, Inc.	XPO Logistics, Inc.	301	0.3x	11.8x	18.2x
11/3/2017	YTO Express (International) Holdings Limited	YTO Express Group Co.,Ltd.	153	0.6x	40.6x	61.2x
1/4/2018	Fliway Group Limited	Yang Kee Logistics Pte Ltd	45	0.7x	8.3x	11.6x
12/14/2017	Yusen Logistics Co., Ltd.	Nippon Yusen Kabushiki Kaisha	203	0.2x	13.1x	52.0x
5/28/2015	Toll Holdings Limited	JAPAN POST BANK Co.,Ltd.	6,585	0.9x	12.0x	19.6x
3/13/2015	Shinhung Global Co., Ltd.	Shinsung Delta Tech Co.,Ltd.	45	0.2x	5.7x	6.3x
3/2/2015	Pantos Logistics Co.,Ltd	LG International Corp.	302	0.3x	6.1x	7.1x
4/1/2013	CJ GLS Corporation	CJ Logistics Corporation	1,029	0.6x	11.8x	15.3x
25 ^{ème} quartile				0.3x	8.1x	11.9x
Médiane				0.6x	11.1x	18.7x
75 ^{ème} quartile				0.7x	12.9x	49.4x

Source: Capital IQ, analyse KPMG

