

## FINANCIAL EXPERTS IN ACTION

For your benefit. By conviction. Solution-oriented, independent  
and partnership-based.

### Fairness Opinion

Relative à l'offre publique d'acquisition volontaire par  
UPC Schweiz GmbH pour toutes les actions de Sunrise  
Communications Group AG détenues par le public

26 août, 2020

## Table des matières

---

1.	Introduction	P. 3
2.	Aperçu de la société et environnement concurrentiel	P. 11
3.	Approche et méthodologie de l'évaluation	P. 22
4.	Analyse de l'évaluation	P. 29
5.	Conclusion de l'Équité	P. 43
	Annexes	P. 46

## Contacts

---

**Prof. Dr. Christian Aders**  
**CEFA, CVA**

Senior Managing Director

+49 89 388 790 100

+49 172 850 4839

[christian.aders@value-trust.com](mailto:christian.aders@value-trust.com)

**Florian Starck**  
*Steuerberater*

Senior Managing Director

+49 89 388 790 200

+49 172 896 8989

[florian.starck@value-trust.com](mailto:florian.starck@value-trust.com)

**Mehmet Özbay**  
**CVA**

Director

+49 69 24747 6165

+49 176 103 057 74

[mehmet.oezbay@value-trust.com](mailto:mehmet.oezbay@value-trust.com)

# 1 Introduction

# Contexte de la transaction et conditions de l'offre (1/3)

## Contexte de la transaction

- UPC Schweiz GmbH (« **UPC** » ou l'« **Offrant** », une filiale à part entière de Liberty Global plc, une public limited company constituée en vertu du United Kingdom Companies Act 2006, dont le siège social est à Londres/Royaume-Uni (« **Liberty** »), a l'intention de soumettre dans un délai de six semaines une offre publique d'acquisition (l'« **Offre** ») conformément aux art. 125 ss. de la loi fédérale du 19 juin 2015 sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés (*Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten und Derivatehandel*), telle que modifiée, ainsi que ses ordonnances d'exécution, portant sur l'ensemble des actions nominatives en mains du public (*Namenaktien*) de Sunrise Communications Group AG, Opfikon/Suisse (« **Sunrise** ») (« **Transaction Proposée** »). Liberty garantira l'obligation de UPC dans la mesure nécessaire.
- Le 12 août, 2020 (« **Date d'Annonce** »), Liberty et Sunrise ont annoncé que les deux parties ont conclu un accord transactionnel en vertu duquel l'Offrant a accepté de soumettre, de publier et de mener l'Offre, ou de faire en sorte que l'Offrant procède à ces actes, et le conseil d'administration de Sunrise (« **Conseil d'Administration** ») a décidé à l'unanimité, entre autres, de recommander l'acceptation de l'Offre aux détenteurs d'actions Sunrise.
- À la même date, Liberty et freenet AG, Büdelsdorf/Allemagne (« **Freenet** »), une société anonyme de droit allemand détenant 11.051.578 actions Sunrise, correspondant à 24,4% du capital-actions de Sunrise à la date de l'annonce de la transaction, ont conclu un engagement d'apport dans lequel Freenet a accepté d'apporter dans le cadre de l'Offre toutes les 11.051.578 actions Sunrise détenues par Freenet.
- Dans ce contexte, l'Offrant a publié une annonce préalable (« **Annonce Préalable** ») le 12 août, 2020 concernant une offre publique d'acquisition volontaire pour toutes les actions de Sunrise en mains du public d'une valeur nominale de CHF 1,00 chacune.
- A la Date d'Evaluation, le nombre d'actions en circulation après dilution s'élève à 45.425.664<sup>1)</sup>.
- Sous réserve des restrictions de l'offre (telles que décrites dans les pages suivantes), l'Offre s'étendra à tous les actions de Sunrise en mains du public, à l'exception:
  - des actions Sunrise détenues par Liberty ou l'une de ses filiales directes ou indirectes,
  - des actions Sunrise détenues par Sunrise ou l'une de ses filiales (ensemble le « **Groupe Sunrise** »), ou
  - des American Depositary Receipts de Sunrise qui sont négociés de gré-à-gré (over-the counter (OTC)) aux États-Unis d'Amérique.
- Le prix de l'Offre pour chaque action Sunrise est de CHF 110,00 net en espèces (le « **Prix de l'Offre** »).

Note: 1) 45.265.446 actions émises plus un maximum de 160.218 actions avec effet dilutif. Voir le rapport financier intermédiaire du 31 mars, 2020 à la p. 35.



# Contexte de la transaction et conditions de l'offre (2/3)

## Conditions de l'offre

- Le Prix de l'Offre sera réduit du montant brut de tout effet dilutif affectant les actions Sunrise avant la consommation de l'Offre (l'« **Exécution** », et la date de cette Exécution, la « **Date d'Exécution** »), y compris les paiements de dividendes et autres distributions de toute nature, fractionnements d'actions ou regroupements d'actions, scissions et scissions par séparation, augmentations de capital et ventes d'actions propres à un prix d'émission ou de vente par action Sunrise inférieur au Prix de l'Offre, l'achat d'actions Sunrise par Sunrise ou une de ses filiales à un prix d'achat supérieur au plus bas du Prix de l'Offre et du cours de bourse de l'action alors en vigueur, l'émission par Sunrise ou une de ses filiales d'options, de warrants, de titres convertibles ou d'autres droits d'acquérir des actions Sunrise ou d'autres titres de Sunrise, et remboursements de capital sous quelque forme que ce soit.
- Le Prix de l'Offre implique une prime de 32% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes (CHF 83,17) de toutes les transactions boursières sur les actions Sunrise effectuées sur la SIX Swiss Exchange SA (« **SIX** ») pendant les soixante jours de négoce à la SIX (chacun, un « **Jour de Bourse** ») précédant l'annonce de la transaction.
- Il est prévu que le prospectus d'offre relatif à l'Offre (le « **Prospectus d'Offre** ») soit publié dans les six semaines suivant la Date d'Annonce. Après l'expiration du délai de carence de dix Jours de Bourse, l'Offre sera ouverte à l'acceptation pendant au moins vingt Jours de Bourse (la « **Période d'Offre** »). L'Offrant se réserve le droit de prolonger la Période d'Offre une ou plusieurs fois jusqu'à un maximum de quarante Jours de Bourse, ou, avec l'approbation de la Commission des OPA (la « **COPA** »), au-delà de quarante Jours de Bourse. Si l'Offre aboutit, après l'expiration de la Période d'Offre (éventuellement prolongée), il y aura un délai supplémentaire de dix Jours de Bourse pour l'acceptation ultérieure de l'Offre (le « **Délai Supplémentaire d'Acceptation** »).
- Il est prévu que le Prospectus d'Offre soit publié le 27 août 2020 et en appliquant les périodes minimales énoncées ci-dessus, la Période d'Offre s'étendrait environ du 11 septembre 2020 jusqu'à environ 16 heures, heure suisse, le 8 octobre 2020, et le Délai Supplémentaire d'Acceptation s'étendrait environ du 15 octobre 2020 jusqu'à environ 16 heures, heure suisse, le 28 octobre 2020.

# Contexte de la transaction et conditions de l'offre (3/3)

## Conditions de l'offre (suite)

- L'offre est soumise aux conditions suivantes<sup>1)</sup>:
  - Taux d'acceptation minimum de 66 2/3% du capital-actions entièrement dilué de Sunrise tel que déterminé à l'expiration de la Période d'Offre (éventuellement prolongée);
  - Autorisations de fusion et autres approbations y compris l'expiration ou la résiliation d'un délai d'attente, l'approbation, l'autorisation, l'absence d'interdiction ou la non-objection (chacune une « **Autorisation** »);
  - Absence d'injonction ou d'interdiction;
  - Absence d'Effet Préjudiciable Important comme indiqué dans l'Annonce Préalable;
  - Inscription de l'Offrant dans le registre des actions de Sunrise;
  - Démission et élection des membres du conseil d'administration de Sunrise;
  - Absence de décisions défavorables de l'assemblée générale de Sunrise comme indiqué dans l'Annonce Préalable; et
  - Absence d'acquisition ou d'aliénation d'actifs importants, ou d'obligation de contracter ou de rembourser des dettes importantes.
- L'Offrant se réserve le droit de renoncer, en tout ou en partie, à une ou plusieurs Conditions.

Note: 1) Veuillez vous référer à l'Annonce Préalable publiée le 12 août, 2020 pour plus de détails.

# Mission (1/2)

### Mission de ValueTrust

- En ce qui concerne la Transaction Proposée, ValueTrust fournira une attestation d'équité (l' « **Opinion** » ou « **l'Attestation d'Equité** ») au Conseil d'Administration de Sunrise quand à savoir si le Prix de l'Offre offert dans le cadre de la Transaction Proposée est juste et équitable pour les actionnaires de Sunrise d'un point de vue financier en ce qui concerne l'émission du rapport du Conseil d'Administration aux actionnaires de Sunrise en lien avec l'Offre (le « **Rapport du Conseil** »).
- Afin d'évaluer l'adéquation financière du Prix de l'Offre, l'Opinion détermine l'équité d'un point de vue financier sur une base «stand-alone» pour l'entreprise Sunrise existante.
- L'Attestation d'Equité est exclusivement destinée à servir au Conseil d'Administration dans le cadre du Rapport du Conseil (conformément à l'ordonnance de la COPA sur les offres publiques d'achat).
- Conformément à la décision de la COPA du 2 mai, 2018, ValueTrust est habilitée à rédiger des Attestations d'Equité publiques en Suisse (*Besondere Befähigung*).
- Lors de la prestation des services, nous nous sommes conformés aux normes internationales de best practice en matière d'Attestation d'Equité, qui comprennent l'analyse du Prix de l'Offre sur la base de diverses techniques d'évaluation, y compris les approches d'évaluation intrinsèque et d'évaluation du marché.
- L'analyse de l'évaluation a été réalisée le 11 août, 2020 (« **Date d'Evaluation** »).
- Notre analyse et l'évaluation de l'équité a été examinée et approuvée par notre comité indépendant d'examen des attestations d'équité (« **FORC** ») composé d'experts industriels et techniques le 7 août, 2020.

- L'Attestation d'Equité ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics de Sunrise d'accepter ou de rejeter l'Offre.
- L'Attestation d'équité peut être publiée dans le cadre du Rapport du Conseil et incluse à celui-ci. Elle peut également être mentionnée dans le prospectus d'Offre suisse de l'Offrant. Sunrise peut publier cette Attestation d'Equité conformément aux dispositions pertinentes de la lettre de mission (« **Lettre de Mission** ») datée du 31 juillet, 2020 à des tiers sélectionnés, à condition que ces parties réceptrices soient tenues par la loi à une obligation professionnelle de confidentialité et/ou qu'elles aient conclu un accord de confidentialité, respectivement.
- Nous soulignons que le type de travail que nous effectuons diffère sensiblement, tant dans son étendue que dans ses objectifs, d'un audit des états financiers, d'un examen de due diligence ou d'autres examens similaires. Ainsi, nous n'avons émis aucun audit ni aucun autre certificat ou confirmation concernant les états financiers, le système de contrôle interne, le système de planification des parties à la transaction ou tout autre objet d'évaluation, mais l'Opinion.

# Mission (2/2)

## Mission de ValueTrust

- En préparant l'Attestation d'Equité, ValueTrust a supposé et s'est appuyée sur l'exactitude et l'exhaustivité des informations financières et d'autres informations concernant les Parties de la Transaction, fournies par le Client et d'autres tiers, y compris les informations accessibles au public, sans accepter la responsabilité de la vérification indépendante de ces informations. Notre responsabilité se limite à l'analyse et à l'évaluation minutieuses et professionnelles des informations qui nous sont fournies.
- Une assurance écrite, datée du 19 août, 2020 nous a été soumise par Sunrise, attestant que toutes les informations pertinentes pour la préparation de cette Attestation d'Equité ont été fournies de manière complète, précise et au meilleur de la connaissance du Client. Aucune information significative essentielle à l'Attestation d'Equité ne nous a été cachée.



# Portée de l'analyse et base de préparation (1/2)

## Portée de l'analyse

- Les Services dans la réalisation de notre Mandat ont inclus les investigations, analyses et autres procédures que nous avons jugées nécessaires pour rendre l'Opinion. Dans ce contexte, ValueTrust a pris en compte son évaluation des conditions générales de l'économie, du marché et de la situation financière, ainsi que son expérience dans l'évaluation des titres, des sociétés et des actifs, en général, et en particulier en ce qui concerne les transactions similaires.
- En outre, l'Attestation d'Equité ne contient pas l'évaluation des éléments suivants:
  - modalités de paiement et conditions de l'Offre,
  - appréciation juridique et fiscale de la structure de la transaction,
  - valeur future de l'action Sunrise et
  - effets possibles au niveau de l'actionnaire individuel, tels que les effets fiscaux.
- La conclusion de l'Equité est basée sur:
  - Analyse de l'environnement général du marché suisse et du marché suisse des télécommunications;
  - L'évaluation DCF basée sur le business plan de la Direction et d'une analyse de sensibilité;
  - L'évaluation DCF basée sur les estimations du consensus des analystes et d'une analyse de sensibilité;
  - L'analyse des multiples boursiers de Sunrise et d'un groupe de sociétés comparables ("**Groupe de pairs**");
- *(suite)* L'analyse des transactions comparables dans le secteur des télécommunications et des offres publiques d'achat en Suisse en général, en mettant également l'accent sur l'analyse des primes versées dans le cadre de ces transactions;
- L'analyse des prix-cibles estimés par les analystes financiers.

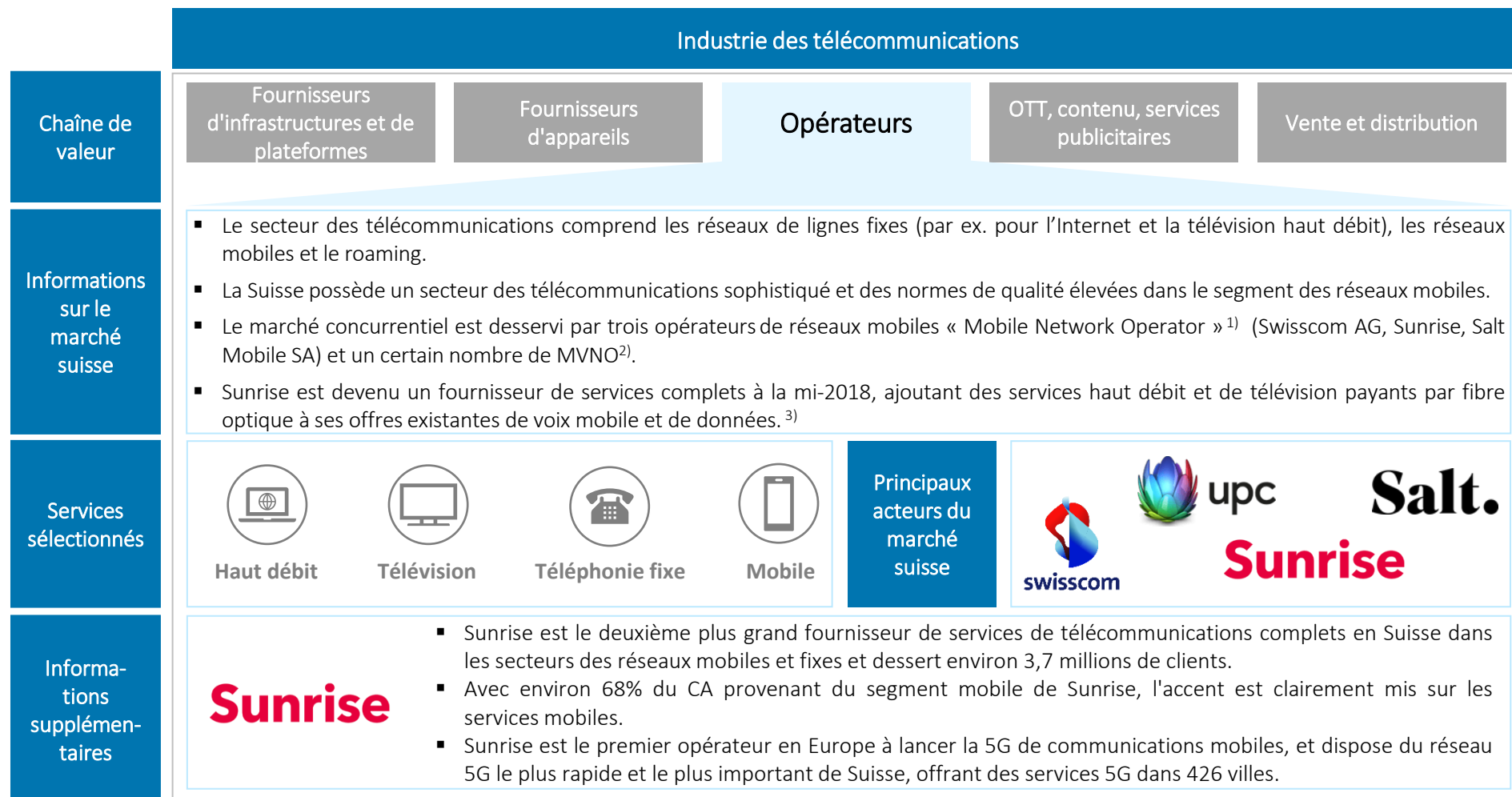
## Portée de l'analyse et base de préparation (2/2)

### Base d'information

- L'Attestation d'Equité est basée sur les informations reçues par Sunrise et/ou ses conseillers, les informations publiquement disponibles concernant Sunrise, y compris des rapports d'analystes financiers de différentes banques d'investissement, et le groupe de pairs.
- En particulier, notre analyse est basée, entre autres, sur:
  - Des informations publiquement disponibles concernant Sunrise. Cela comprend les rapports annuels et les états financiers audités pour les exercices 2017, 2018 et 2019 ainsi que du premier trimestre de 2020;
  - Les présentations de Sunrise aux investisseurs accessibles au public;
  - Des rapports d'analystes financiers de différentes banques d'investissement pour Sunrise;
  - Un business plan dérivé des estimations du consensus des analystes (« **Plan des Analystes** »);
  - Le business plan de la Direction préparé par Sunrise et approuvé par la Direction et le Conseil d'Administration (« **Plan de la Direction** »);
  - Les données des marchés de capitaux et données financières de Sunrise et d'une sélection de sociétés comparables à la Date d'Evaluation;
  - Les informations publiquement disponibles du groupe de pairs;
  - Les données sur des transactions d'entreprises considérées comparables.
- Les informations et considérations contenues dans ce document se rapportent à la date de rédaction du présent document et peuvent donc être sujettes à modification.
- Cette Attestation d'Equité est également disponible en allemand et en anglais.

## 2 Aperçu de la société et environnement concurrentiel

# Sunrise sur le marché suisse des télécommunications

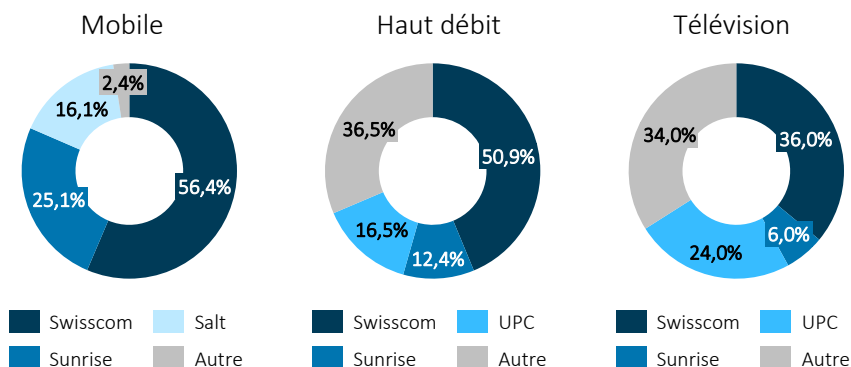


Note: 1) MNO. 2) Mobile virtual network operator. 3) En mars 2018 Sunrise a conclu un nouvel accord d'accès à la fibre optique avec SFN (Swiss Fibre Net AG) et IWB Industrielle Werke Basel (Basel Industrial Works).

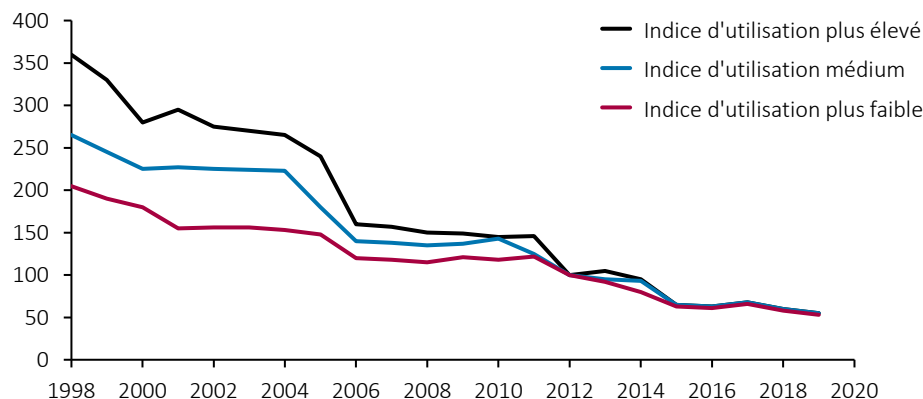
Source: analyse de ValueTrust.

# Aperçu du marché suisse des télécommunications

## Parts de marché sur le marché suisse des télécommunications



## Évolution des prix pour l'utilisateur final sur le marché suisse de la téléphonie mobile 1998 – 2019 <sup>1)</sup>



Source: informations de la société, Federal Communications Commission, analystes, analyse de ValueTrust;

Note: <sup>1)</sup> indice des coûts en fonction du profil de l'utilisateur, 100 = 2012

## Tendances du marché suisse des télécommunications

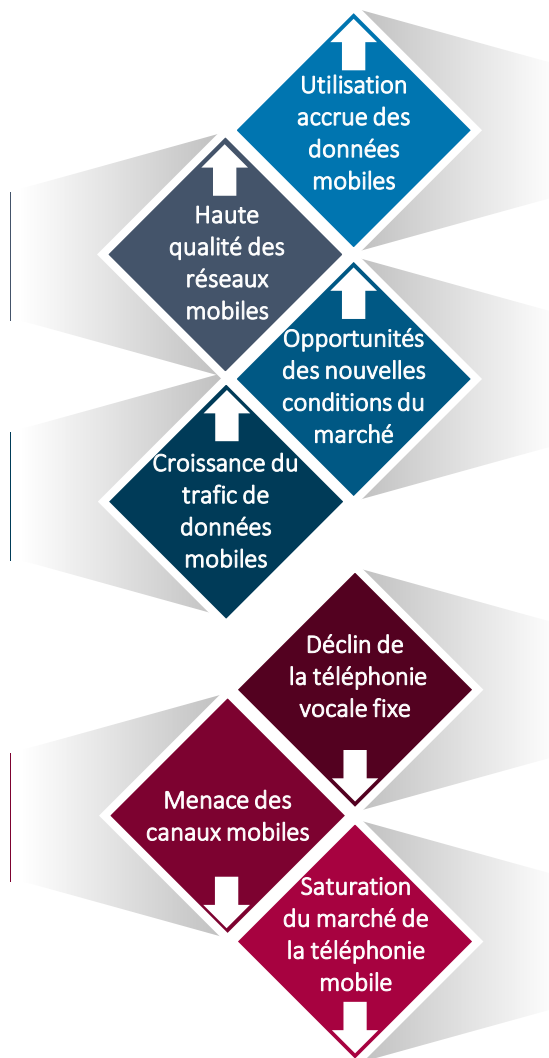
- Le marché suisse des télécommunications est un marché hautement compétitif avec l'un des niveaux de qualité de service les plus élevés au monde.
- Swisscom est le plus grand MNO suisse, suivi par ses concurrents Sunrise et Salt. Chacun des trois MNO dispose de sa propre infrastructure de réseau à l'échelle nationale avec une licence de spectre accordée jusqu'en 2028.
- En plus des MNO, il existe des revendeurs en gros de marque sur les trois réseaux de téléphonie mobile, ainsi que des MVNO qui utilisent l'infrastructure des MNO pour fournir leurs services.
- Sunrise occupe une forte position dans le segment des mobiles avec 25,1% de parts de marché en 2019, mais des positions plus faibles dans les segments du Haut débit et de la Télévision.
- Avec env. 11,2 mio de connections pour une population totale de 8,59 mio, la pénétration de la téléphonie mobile en Suisse est d'env. 131% à la fin de 2019.
- Le marché des communications mobiles a atteint un point de saturation et le nombre de clients mobiles a encore diminué en 2019 d'environ 1% pour atteindre environ 11.235 k unités.
- Après une baisse tangible des prix des communications mobiles en 2018, 2019 a vu une nouvelle baisse des prix pour tous les types de clients. Les prix des offres les moins chères des trois plus grands fournisseurs de services suisses ont baissé en moyenne de 7,8% pour les clients ayant des besoins d'utilisation élevés, de 8,4% pour ceux ayant des besoins d'utilisation moyens et de 5,5% pour le segment des clients à faible utilisation.

# Principales tendances du marché de l'industrie des télécommunications

La Suisse possède un secteur avancé des télécommunications et des réseaux mobiles de très haute qualité, qui est reflété par Swisscom, Sunrise et Salt, tous ayant obtenu des notes élevées aux tests de réseau.

Les utilisateurs sont en ligne pratiquement 24 heures sur 24 et consomment des quantités toujours plus importantes de données, notamment sous forme de vidéos. Cela entraîne une énorme augmentation du trafic de données sur les réseaux mobiles.

Le canal mobile, qui est devenu un mode largement accepté pour la diffusion de chaînes vidéo, est en train de dépasser la télévision traditionnelle comme principal canal de croissance.



Tendance à l'augmentation de l'utilisation des données mobiles par les consommateurs, en accord avec l'extension de la portée de la LTE. L'utilisation accrue des services de données mobiles contribue à compenser la baisse de l'ARPU et du trafic dans le segment des SMS.

L'évolution des conditions du marché et des préférences des consommateurs, ainsi que l'introduction des technologies 5G, devraient créer de nouveaux flux de revenus et renforcer les sources de revenus actuelles.

Le volume du marché de la téléphonie vocale fixe devrait continuer à diminuer en raison du remplacement par la téléphonie mobile et les appels VoIP-to-VoIP.

Le marché des communications mobiles a atteint un point de saturation et la poursuite de la croissance est donc entravée.



## Aperçu de la société et environnement concurrentiel

# Sunrise en résumé

### Description de la société

- Basée à Opfikon, Sunrise a 1.798 employés, 6 bureaux 95 points de vente dans toutes les régions de Suisse.
- Sunrise est la plus grande entreprise de télécommunications non contrôlée par l'État en Suisse offrant ses services de téléphonie mobile, d'Internet, de télévision et de téléphonie fixe aux particuliers et aux professionnels.
- Sunrise est le principal concurrent de Swisscom, qui se concentre sur la qualité avec une excellente infrastructure de réseau mobile et fixe, y compris le leadership 5G et un rôle pionnier en tant que fournisseur d'accès fixe sans fil sur 5G.
- Le 19 mai, 2020, Sunrise et Salt ont annoncé leurs intentions de conclure un partenariat stratégique pour créer une plateforme fibre jusqu'au domicile (fiber to the home platform, « FTTH »).

### Marques de la société

- Sunrise offre ses services par le biais de ses principales marques Sunrise et yallo.
- De plus, Sunrise offre des services prépayés de téléphonie vocale et de données sous les marques ALDI SUISSE mobile, Ortel et Lebara pour attirer différents segments de marché et répondre à leurs besoins variés.

**Sunrise** **yallo**



### Activités commerciales

Particuliers	Professionnels	Commerce de gros
Sunrise offre aux particuliers des services de téléphonie mobile (postpayés et prépayés), de téléphonie fixe, d'Internet et de télévision à partir d'une source unique.	Les professionnels peuvent choisir parmi une gamme complète de produits et de services, allant des offres de téléphonie mobile, des solutions de voix fixe, d'Internet et de données à l'intégration de systèmes et à la gestion des services.	Les opérations de gros fournissent des services de voix mobile et de données, ainsi que des services Internet aux opérateurs nationaux et internationaux.

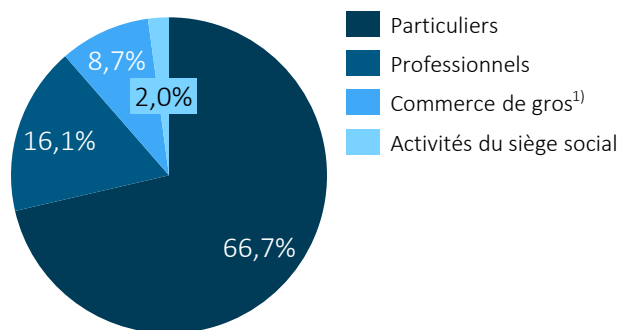
### Références



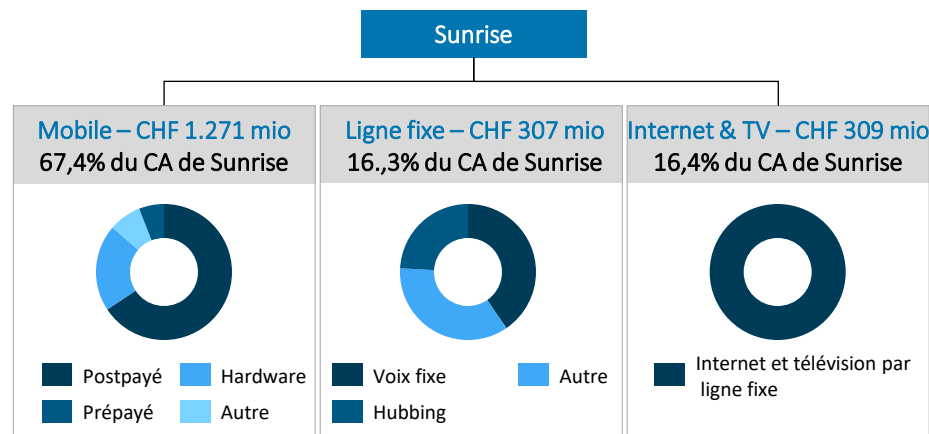
# Aperçu de la société et environnement concurrentiel

## Aperçu des activités de Sunrise (1/2)

### Répartition du chiffre d'affaires (CA) de Sunrise par segment (2019)



### Chiffre d'affaires de Sunrise par secteur d'activité (2019)



Note: 1) comprenant le CA du hubbing de CHF 74 mio.  
Source: informations de la société, analyses de ValueTrust.

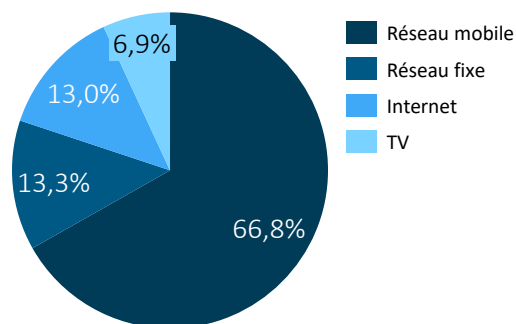
### Commentaires

- Sunrise, en tant qu'opérateur de télécommunications entièrement intégré en Suisse, fournit des services de voix mobile et de données, de voix fixe, d'Internet et d'IPTV aux particuliers, aux entreprises et aux autres fournisseurs de services de télécommunication dans toute la Suisse en utilisant un réseau national intégré de téléphonie fixe et mobile. En 2019, la société a réalisé un CA de CHF 1.887 mio.
- Le segment Particuliers (env. 67% du CA) fournit des services de téléphonie fixe et mobile aux clients particuliers finaux ainsi que des ventes de téléphones portables. Sunrise se concentre sur la vente de ses produits sur le marché suisse des télécommunications en commercialisant des offres groupées dans les domaines Fixnet/Internet, de la téléphonie mobile et de l'IPTV.
- Le segment Professionnels (env. 16% du CA) fournit une gamme complète de produits et de services, allant des communications fixes et mobiles aux services Internet et de données, ainsi que des services d'intégration à différents domaines d'activité.
- La gamme de produits du commerce de gros (env. 9% du CA) couvre la voix, les données, Internet et les services d'infrastructure tels que les services de télécommunications et de roaming, qui sont commercialisés aux opérateurs de services de télécommunications nationaux et internationaux ainsi qu'aux opérateurs de réseaux mobiles virtuels.
- Les activités du siège social (env. 2% du CA) comprennent des unités de soutien telles que Réseau, IT et Opérations ainsi que des fonctions de personnel telles que Finances, RH et Stratégie. Certaines redevances, recettes diverses et frais de rappel sont affectés à ce secteur d'activité.

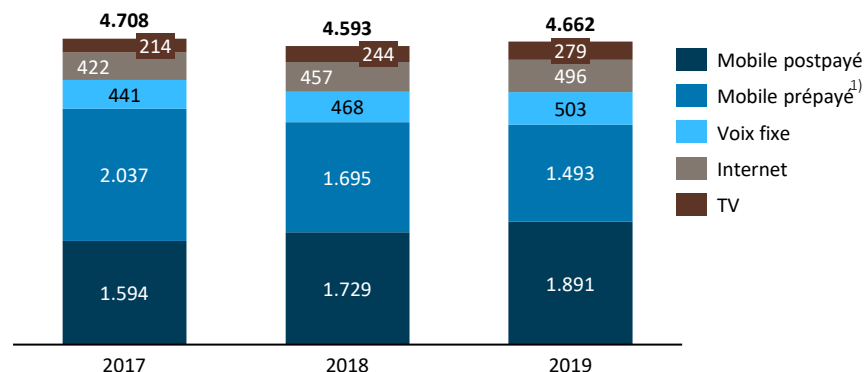
## Aperçu de la société et environnement concurrentiel

### Aperçu des activités de Sunrise (2/2)

#### Clients de Sunrise par type d'abonnement (2019)



#### Développement de la base d'abonnement de Sunrise en milliers



Note: <sup>1)</sup> comprend la règle des 3 mois et 6 mois prépayés

Source: informations de la société, analyse de ValueTrust.

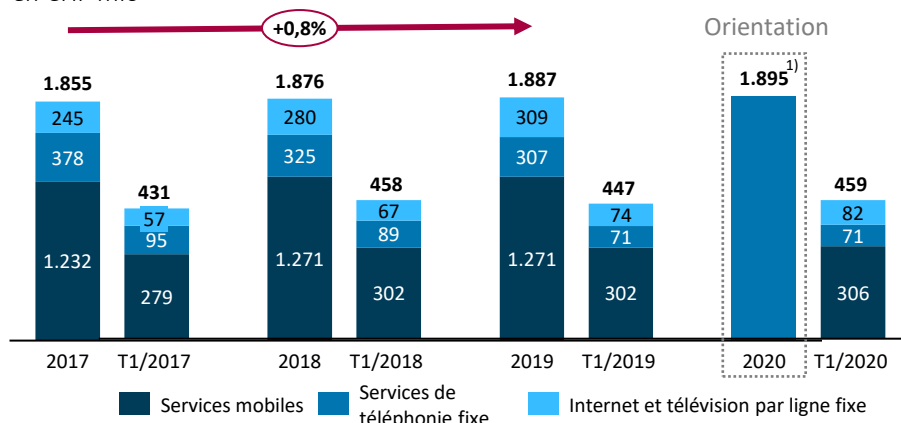
#### Commentaires

- La base d'abonnement est passée de 4.593 k en 2018 à 4.662 k en 2019.
- La base des services mobiles postpayés a augmenté de 9,4% en glissement annuel en raison de la migration des services prépayés vers les services postpayés et de la croissance continue du trafic de données mobiles.
- En raison de la migration des clients prépayés vers le postpayé et l'augmentation de l'utilisation de l'OTT, la base totale des services mobiles prépayés<sup>1)</sup> a diminué de -11,9% entre 2018 et 2019.
- Le nombre total d'abonnements à Internet a augmenté de 8,5% en glissement annuel, pour atteindre 496 k abonnements. Le produit TV, qui peut être acheté avec le service Internet, a augmenté sa clientèle de 14,6% en glissement annuel, pour atteindre 279 k abonnés.
- La croissance de la clientèle Internet et de la télévision a été soutenue par des offres convergentes de forfaits 2 - 4P, des offres télévisées attrayantes, la nouvelle offre TV OTT « TV Neo », des contenus télévisés améliorés tels que le sport, l'attention portée à l'excellence du service et des promotions spécifiques.

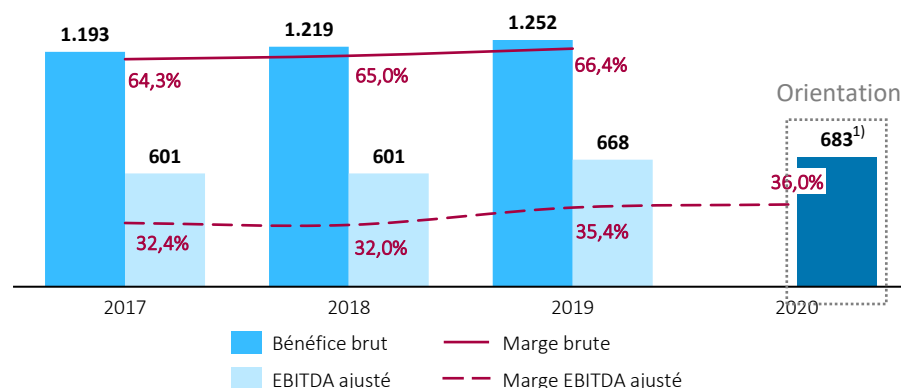
## Aperçu de la société et environnement concurrentiel

# Données financières historiques

Chiffre d'affaires par secteur d'activité  
en CHF mio



Bénéfice brut et EBITDA ajusté<sup>1)</sup>  
en CHF mio



Note: <sup>1)</sup> CHF 683 mio correspond au point médian de l'orientation EBITDA de Sunrise pour 2020 allant de CHF 675mio – 690mio; <sup>2)</sup> EBITDA ajusté 2019 non comparable avec les années précédentes, car l'EBITDA 2019 inclut les effets de l'IFRS 16.. Source: informations de la société, analyse de ValueTrust.

Chiffre d'affaires

- Sunrise a généré un CA de CHF 1.887 mio en 2019, ce qui correspond à une croissance de 0,5% en glissement annuel.
- Le CA des services mobiles postpayés a augmenté de 4,1% en 2019 par rapport à la période de l'année précédente, ce qui est attribuable à une augmentation de la base des services postpayés (9,4%). L'augmentation a été compensée par une diminution du CA des services mobiles prépayés (-21,5%) ainsi que par une baisse du CA des hardware mobiles (-6,2%).
- Le CA des services de téléphonie fixe a diminué de 5,7% à CHF 307 mio en 2019, principalement en raison du CA des services de hubbing. La baisse du CA entraîne toutefois une amélioration de la rentabilité du hubbing.
- L'augmentation du nombre d'abonnements à Internet et à la TV par ligne fixe a entraîné une hausse du CA de 10,2%, à CHF 309 mio en 2019.
- Pour 2020, Sunrise prévoit un CA de CHF 1.875 à 1.915 mio.

Profitabilité

- L'EBITDA ajusté<sup>2)</sup> est passé de CHF 668 mio en 2019, ce qui correspond à une augmentation de 11,1% en glissement annuel (hors IFRS 16: CHF 624 mio). L'augmentation est principalement attribuable à une diminution du coût des ventes, qui est en partie compensée par une augmentation des frais d'exploitation pour soutenir la dynamique commerciale ainsi que par une légère augmentation des frais de service du réseau suite à la vente des 133 tours de télécommunication en janvier 2019.
- Pour 2020, Sunrise prévoit un EBITDA ajusté de CHF 675 mio à 690 mio.

# Analyse SWOT de Sunrise

## Forces

- Fortement positionnée pour continuer à gagner des parts de marché dans l'environnement actuel du marché.
- Sunrise a un modèle commercial à l'épreuve de la crise car elle s'est bien portée lors des dernières turbulences du marché, causé par le COVID-19.
- Réseau de grande qualité, car elle a reçu le prix du réseau 5G le plus grand et le plus rapide de Suisse.

## Opportunités

- Le marché B2B est confronté à des défis structurels, les barrières à l'entrée étant tombées au fur et à mesure que les clients s'orientent vers des solutions cloud.
- Bien qu'il n'y ait pas encore d'accord sur l'exécution et que les approbations réglementaires soient en suspens, Sunrise et Salt ont l'intention de former une coentreprise visant à augmenter la couverture de la FTTH en Suisse à 70% à moyen terme.
- L'innovation technologique continue et la digitalisation ouvrent de nouvelles opportunités commerciales et de nouveaux services pour les clients de Sunrise.

## Chances

- Sunrise pourrait gagner plus de contrats B2B car les entreprises sont susceptibles de revoir leurs dépenses, en raison du COVID-19.
- L'excellente qualité du réseau avec les investissements dans les secteurs de la 4G+ et 5G, combinés avec les récentes pannes de réseau de Swisscom, pourraient attirer de nouveaux clients.

## Faiblesses

- Echec de reconduction des conditions commerciales favorables pour l'accès à Swisscom et aux réseaux de services publics sur le marché de la téléphonie fixe.
- Sunrise s'appuie fortement sur un fournisseur principal, tant pour le réseau central que pour le réseau radio.
- Position plus faible sur le marché dans les segments du Haut Débit et de la Télévision.
- La demande accrue de fibre optique augmente la dépendance de Swisscom pour l'accès au réseau fixe.

## Menaces

- Intensité de compétition accrue du marché suisse en raison de l'attention portée par Swisscom sur les sous-marques bas de gamme et de l'activité promotionnelle de Salt/UPC.
- Grave perturbation macroéconomique provoquée par le COVID-19, qui a entraîné des taux de chômage très élevés et la fermeture de PME.
- La complexité technologique croissante des solutions et le volume croissant de données disponibles, combinés à des cycles d'innovation de plus en plus courts, augmentent la complexité des mises en œuvre techniques.

## Risques

- L'intensité promotionnelle très élevée de tous les opérateurs, qui offrent des tarifs forfaitaires peu élevés pour les appels nationaux et de roaming, et la concurrence sur le marché de la téléphonie fixe et de la TV pourraient exercer une pression sur presque tous les segments du marché.
- L'érosion continue des prix et la préférence croissante des clients pour les forfaits qui tendent à offrir plus de valeur pour un prix identique ou même inférieur pourraient entraîner une diminution du CA, alors que les besoins d'investissement augmentent.

Source: rapports d'analystes, analyse de ValueTrust.

## Aperçu de la société et environnement concurrentiel

# Sélection du groupe de pairs (Peer group)

### Aperçu des sociétés sélectionnées du groupe de pairs

- Le groupe de sociétés comparables (groupe de pairs) est un élément essentiel dans la valorisation d'une société, puisqu'il est nécessaire pour l'évaluation axée sur le marché (par ex., la méthode des multiples) et le calcul du coût du capital (par ex., le facteur bêta).
- Les sociétés du même secteur ou ayant des produits et une structure de marché comparables sont en général adéquates pour la sélection du groupe de pairs. Il n'est ni possible ni nécessaire que les sociétés étudiées selon ces critères soient identiques aux objets d'évaluation.
- Pour les évaluations axées sur le marché et le calcul du coût du capital, les données sur le marché des capitaux sont nécessaires, qui ne sont souvent publiées que par les sociétés cotées. Dans la pratique, seules les sociétés cotées en bourse sont donc incluses dans le groupe de pairs.
- Dans ce fait, le groupe de pairs est composé de sociétés cotées qui opèrent principalement dans l'industrie des télécommunications avec un modèle d'affaires similaire à celui de Sunrise, se concentrant sur le segment mobile ainsi que TV, l'Internet haut débit et la téléphonie.
- De plus, les sociétés du groupe de pairs sont supposées avoir une capitalisation boursière supérieure à CHF 1 mia, opérer dans des régions géographiques similaires (accent sur l'Europe développée) et se concentrer sur un unique marché national.

### Sélection du groupe de pairs pour Sunrise



Source: informations de la société, analyse de ValueTrust, Copyright © 2019, S&P Global Market Intelligence (et ses filiales, le cas échéant).



# Aperçu des sociétés sélectionnées du groupe de pairs

## Aperçu des sociétés sélectionnées du groupe de pairs

- En outre, un modèle de notation est utilisé pour classer les sociétés comparables. Le critère « Business fit » garantit que les effets des facteurs et des tendances influençant l'activité opérationnelle sont reflétés dans le groupe de pairs. Le critère "Geographical fit" garantit la comparabilité de la zone géographique d'activité avec l'objet de l'évaluation. Les sociétés opérant sur différents marchés peuvent être soumises à des influences politiques, économiques et culturelles différentes et ne peuvent donc pas être directement comparées les unes aux autres.
- Sunrise exerce ses activités commerciales principalement en Suisse. Par conséquent, le groupe de pairs comprend des sociétés cotées qui ont principalement leurs opérations de télécommunication dans l'Europe développée.
- De ce fait, l'analyse a mené au groupe de pairs suivant, classé par la meilleure comparabilité qualitative et quantitative à Sunrise :

Sociétés comparables	Pays	Business Fit	Geographical Fit	CA LTM	CA CAGR 2019-2022	Ø Marge EBITDA 2020-2022	Rotation de l'actif 2019	Score total
Elisa Oyj	Finlande	Fort	Fort	1.881	1,8%	38,6%	0,7x	
Tele2 AB (publ)	Suède	Fort	Fort	2.577	0,3%	39,2%	0,3x	
Swisscom AG	Suisse	Fort	Optimal	10.492	-1,4%	41,3%	0,5x	
Telefónica Deutschland Holding AG	Allemagne	Optimal	Fort	7.641	0,6%	31,2%	0,5x	
Orange Belgium S.A.	Belgique	Moyen	Fort	1.340	2,3%	24,6%	0,8x	
TalkTalk Telecom Group PLC	Royaume-Uni	Moyen	Fort	1.795	-0,7%	19,8%	0,9x	
MásMóvil Ibercom, S.A.	Espagne	Moyen	Fort	1.796	9,2%	33,7%	0,5x	
iliad S.A.	France	Moyen	Fort	5.332	5,5%	33,3%	0,3x	
Sunrise (Estimations de consensus)				1.899	0,7%	35,8%	0,5x	
Médiane du groupe de pairs				2.229	1,2%	33,5%	0,5x	
Moyenne du groupe de pairs				4.107	2,2%	32,7%	0,6x	

# 3 Approche et méthodologie de l'évaluation

# Remarques générales

## Remarques générales

- La présente Attestation d'Équité est basée sur une variété de méthodes d'évaluation, dont la méthode DCF, qui est dans la pratique la plus commune. De plus de la méthode DCF, les méthodes d'évaluation orientées sur le marché telles que la méthode des multiples boursiers et l'analyse des transactions précédentes ont été prises en considération afin d'évaluer l'adéquation financière de la Transaction Proposée.
- Les principes de la méthode DCF, qui est basée sur la valeur des bénéfices capitalisés, sont expliqués plus en détail dans les pages suivantes.
- En outre, les multiples boursiers et de transactions ont été pris en compte comme approches d'évaluation basées sur le marché.
  - Dans le contexte de la méthode des multiples boursiers, l'évaluation de marché de sociétés comparables cotées a été analysée. C'est en particulier le cas lorsque les entreprises sont similaires en termes de modèle d'affaires, de zone géographique, de risques et d'opportunités, de croissance et de rentabilité. Il n'est ni possible ni nécessaire, que les sociétés examinées soient parfaitement identiques aux objets de l'évaluation d'après ces critères.
  - Dans la méthode des multiples de transactions, les précédentes transactions M&A pour lesquelles la société cible est comparable à l'objet de l'évaluation sont analysées. Les prix payés dans de telles transactions (et les évaluations impliquées) sont fortement dépendants des intérêts spécifiques des parties impliquées et reflètent ainsi, dans une certaine mesure, des attributions subjectives de valeurs.

## Remarques générales (suite)

- Le Plan de la Direction et des Analystes ont constitué la base de l'analyse DCF. Sur la base de discussions avec la Direction de Sunrise et/ou ses conseillers ainsi que sous considération d'informations accessibles au public, nous avons préparé un modèle de business plan complètement intégré pour le Plan de la Direction et des Analystes.
- La date de référence de l'évaluation est le 11 août, 2020. Premièrement, nous avons déterminé la valeur de l'entreprise à la date d'évaluation technique du 31 décembre, 2019, puis cumulé à la Date d'Évaluation du 11 août, 2020.

# Méthode Discounted Cash Flow (méthode DCF)

## Méthode Discounted Cash Flow

- L'idée fondamentale de la méthode DCF est que la valeur d'entreprise résulte des excédents financiers (Flux de trésorerie ou cash flow) générés par la société selon l'hypothèse de la poursuite de l'activité. La valeur des flux de trésorerie futurs dépend surtout de la capacité de l'entreprise à générer des excédents financiers. Ainsi, l'évaluation DCF nécessite une projection des flux de trésorerie futurs distribuables de l'entité. Toutefois, seuls les flux de trésorerie qui sont mis à la disposition des propriétaires en tant que recettes nettes sont utilisés à des fins d'évaluation (dit « benefits principle »).
- La valeur des fonds propres peut être directement dérivée par une capitalisation nette en utilisant la méthode Dividend Discount Model (« méthode DDM ») ou la méthode Cash Flow to Equity (« **Approche Equity** »), ou indirectement à l'aide d'une capitalisation brute en accord avec l'approche du coût moyen pondéré du capital (« **Weighted Average Cost of Capital** », WACC), l'approche de la valeur actuelle ajustée (« Adjusted Present Value ») ou l'approche Total Cash Flow.
- Dans le cas de la méthode Cash Flow to Equity, les excédents financiers totaux, diminués du coût de la dette, sont actualisés en une seule étape. Dans le cas de l'approche WACC, l'actualisation fait référence aux excédents financiers de l'ensemble des activités de l'entreprise et à une réduction ultérieure de la valeur d'entreprise (« VE ») ainsi déterminée par la valeur de marché de la dette portant intérêt.
- Si elles sont appliquées de manière cohérente, les deux méthodes, l'approche Equity et l'approche WACC, aboutissent à la même valeur des fonds propres de l'entreprise. Dans la présente Attestation d'Equité, l'approche WACC est appliquée.

## Méthode Discounted Cash Flow (suite)

- Les flux de trésorerie à actualiser selon l'approche WACC sont les flux de trésorerie disponibles pour l'entreprise (Free cash flow, « **FCF** »). Les FCF sont définis comme la différence entre la trésorerie résultante des activités d'exploitation et la trésorerie investie dans les activités d'exploitation. Ils peuvent être dérivés des projections financières comme suit :

### Résultat d'exploitation avant intérêts et impôts (EBIT)

+/- Ajustements applicables

### = EBIT après ajustements applicables

- Impôt ajusté sur le résultat d'exploitation

(hypothèse d'un financement 100% par fonds propres)

### = Résultat net d'exploitation après prise en compte de l'impôt ajusté (NOPLAT)

+ Dotations aux amortissements et provisions

+ Autres charges sans impact sur la trésorerie imputées au compte de résultat

- Investissements bruts sur l'actif immobilisé (CAPEX)

-/+ Variation du Besoin en Fonds de Roulement

Variation  
du capital  
investi

### = Flux de trésorerie disponible pour l'entreprise (FCF)

- La planification des FCF à des fins d'évaluation s'effectue généralement en trois étapes. La première étape dite période de planification détaillée comprend une période de trois à cinq ans et repose en général sur un business plan détaillé de la société à évaluer.

# Méthode Discounted Cash Flow (méthode DCF)

## Méthode Discounted Cash Flow (suite)

- Comme l'objet de l'évaluation n'a souvent pas encore atteint l'«état stable» à la fin de la période de planification détaillée, des hypothèses correspondantes sont formulées dans une phase de convergence, par exemple en ce qui concerne les investissements à long terme ou les cycles de vie des produits, afin de calculer les excédents financiers durables.
- La troisième étape appelée période de maturité (ci-après « **Valeur Terminale** », ou abrégée la VT) suppose une situation d'équilibre ou stable dans laquelle les excédents financiers annuels sont supposés croître constamment ou à un taux constant.
- Afin d'évaluer une société, les FCF futurs prévus sont actualisés à la date d'évaluation en utilisant un taux d'actualisation approprié. Ce taux d'actualisation est développé à partir des bénéfices (prévus) et du prix de la meilleure utilisation alternative du capital comparativement à la société à évaluer.
- Economiquement, le taux d'actualisation reflète la décision alternative d'un investisseur, en comparant le rendement d'un investissement dans l'entreprise spécifique à évaluer avec le rendement de l'investissement alternatif correspondant. En conséquence de cela, le taux d'actualisation représente le rendement d'un investissement alternatif approprié, qui est équivalent à un investissement dans l'entreprise à évaluer par rapport au risque et à la planification temporelle des flux de trésorerie.

## Méthode Discounted Cash Flow (suite)

- Puisque les FCF sont les recettes nettes des activités d'exploitation disponibles à la fois pour les apporteurs de fonds propres et les apporteurs de titres de créance, le taux d'actualisation approprié est le coût moyen pondéré du capital ( « **WACC** »), qui prend en compte les exigences de rémunération à la fois pour les apporteurs de fonds propres et pour les apporteurs de titres de créance.
- Formellement, le WACC peut être énoncé comme suit:

$$\text{WACC} = r_e^L \frac{E}{VE} + r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{VE}$$

- Les variables ont la signification suivante:

$r_e^L$	Coût des fonds propres endetté («Levered cost of equity»)
$E$	Valeur de marché des fonds propres
$D$	Valeur de marché de la dette
$VE$	Valeur d'entreprise (valeur de marché des fonds propres + valeur de marché de la dette )
$r_d$	Coût de la dette («Cost of debt»)
$t$	Taux d'imposition

# Méthode Discounted Cash Flow (méthode DCF) et éléments particuliers

## Méthode Discounted Cash Flow (suite)

- Le coût des fonds propres endetté (« levered ») peut être déterminé en utilisant le modèle d'évaluation des actifs financiers (« Capital Asset Pricing Model », CAPM). Le CAPM est un modèle équilibré des marchés des capitaux qui explique le coût des fonds propres attendu avec un taux sans risque et une prime de risque, qui dépend de l'exposition individuelle de l'entreprise à l'ensemble des marchés boursiers. Il peut être formellement formulé comme suit:

$$r_e^L = r_f + \beta_L \times \text{MRP}$$

- Les variables ont la signification suivante :

$r_f$ : Taux sans risque («Risk-free interest rate»)

$\beta_L$ : Facteur bêta endetté (Bêta «Levered»)

MRP: Prime de risque du marché («Market risk premium»)

- Le coût de la dette est généralement déterminé en ajoutant une propagation de la dette au taux sans risque, qui est attendue pour compenser le risque du crédit de l'investissement.

## Éléments particuliers et actifs hors exploitation

- Les actifs qui ne peuvent pas être reflétés ou qui ne peuvent l'être que de manière incomplète lors de la détermination de la valeur des fonds propres selon la méthode DCF doivent généralement être évalués séparément, puis ajoutés à la valeur calculée. Les éléments particuliers désignent en particulier les actifs hors exploitation, tels que les excédents de trésorerie. Les actifs, qui peuvent être librement vendus sans affecter l'activité opérationnelle de l'entreprise, ne sont pas considérés comme nécessaires à l'activité. La somme de la valeur des fonds propres calculée selon la méthode DCF et des éléments particuliers aboutit finalement à la valeur des fonds propres de l'objet de l'évaluation.
- Aucun élément particulier ou d'actif hors exploitation n'a été pris en compte.



# Méthode des multiples

## Méthode des multiples

- De plus de la dérivation de la valeur d'entreprise et la présentation d'une fourchette de valeurs sur la base de la méthode DCF, nous déterminons la valeur d'entreprise et la fourchette de valeurs à l'aide de la méthode des multiples.
- La méthode des multiples constitue une méthode d'évaluation comparative avec le marché. La valeur d'entreprise est considérée comme étant le produit d'une variable de l'entreprise (généralement en relation avec le CA ou le bénéfice) et d'un multiple correspondant dérivé de sociétés comparables. Similaire à la méthode DCF et à la méthode DDM, la méthode des multiples est considérée comme une méthode permettant de déterminer la valeur totale de l'entreprise.
- Le fondement théorique de la méthode des multiples repose sur la "loi du prix unique", qui stipule que les mêmes biens doivent se négocier au même prix sur tous les marchés, faute de quoi des possibilités d'arbitrage en résulteraient. D'une manière générale, il peut également être compris que des actifs comparables (tels que des sociétés ou des actions de sociétés) doivent se négocier à des prix comparables.
- Dans le cas d'une évaluation sur la base de la méthode des multiples, la valeur d'entreprise est le produit de la variable de référence (souvent le CA ou le bénéfice) de la société et du multiple correspondant, qui est généralement dérivé de sociétés comparables cotées (multiples boursiers) ainsi que de transactions comparables (multiples de transactions). Une relation proportionnelle est supposée exister entre les variables de référence et la valeur d'entreprise.

## Méthode des multiples (suite)

- Les variables de référence mentionnées sont utilisées comme approximations, car normalement aucune prévision des flux de trésorerie et des rendements sur investissement n'est préparée et publiée par les analystes (en particulier pour le groupe de pairs). L'aspect fondamental de la méthode des multiples est que le point de départ de l'évaluation est le prix observé sur le marché. Toutefois, afin d'établir l'équivalence nécessaire avec la société évaluée, ces prix sont ajustés selon différentes étapes dans l'évaluation, afin d'obtenir une estimation de la valeur fondamentale de l'entreprise (par analogie avec la méthode DCF) comme résultat final. De tels ajustements peuvent être nécessaires en cas de distorsions dans l'évolution du prix du marché résultant de chocs externes.
- Un avantage de la méthode des multiples réside dans son lien direct avec le marché. Des relations sous-jacentes dans le prix peuvent être observées et sont actuellement utilisées sur les marchés des capitaux et/ou dans les transactions d'entreprise. Par ailleurs, cette méthode d'évaluation (comme la détermination du taux de capitalisation basée sur les données des marchés des capitaux) est aussi sujette à des insuffisances et inefficiences de marché, qui peuvent aboutir à des déviations entre les prix observés et les valeurs intrinsèques et doivent être corrigées par l'expert de l'évaluation en appliquant des ajustements lors de l'évaluation.
- En particulier en temps de crise, les prix du marché disponibles sont souvent vus d'une manière critique à cause des distorsions potentielles et des situations particulières.

# Méthode des multiples

## Méthode des multiples (suite)

- Une évaluation basée sur les multiples, comme c'est le cas avec les méthodes DDM et DCF, prend en compte la planification interne des activités et l'information interne. Les multiples déterminés des sociétés comparables sont appliqués aux variables de références réalisées et celles prévues par la Direction de la société (sur la base du même business plan utilisé que pour la méthode DCF). Cependant, la période de temps nécessaire pour la planification est beaucoup plus courte qu'en appliquant la méthode d'actualisation.
- Le multiple est le résultat du rapport du prix à la variable de référence de la société comparable. Les analyses sont généralement basées sur des multiples des douze derniers mois (Last Twelve Months, « LTM ») ou de l'année précédente ainsi que des années suivantes (dits « forward multiples »). Les « forward multiples » sont généralement privilégiés dans une évaluation axée sur le prix du marché. Les multiples historiques, tels que les multiples LTM peuvent être déformés par des effets particuliers. Les forward multiples, cependant, sont généralement basés sur des estimations normalisées alors que les valeurs actuelles forment la base des multiples LTM. Les multiples LTM sont appliqués dans le cas des multiples de transactions dans le but de maintenir une consistance en termes de temps.
- Dans le cas des multiples dérivés sur la base des prix de transaction, il faut prendre en compte le fait que les prix actuels d'acquisition sont influencés par les intérêts subjectifs des parties de la transaction. Les prix des transactions prennent par exemple en compte les effets de synergies et autres attentes subjectives qui ne peuvent être seulement réalisées comme le résultat de la transaction. Il existe également des interdépendances entre les prix payés et la structure du contrat d'acquisition (par exemple, les garanties, etc.).

## Méthode des multiples (suite)

- Le prix d'achat pour une participation majoritaire peut contenir des primes. En général, il est fait référence à cet égard aux primes dites de rachat, qui prennent en compte ces effets, contrairement aux multiples boursiers, qui ne contiennent généralement pas de primes avant les rumeurs d'un rachat.
- Conceptuellement, les primes de rachat consistent en des primes pour le contrôle financier et le contrôle stratégique, ce dernier reflétant le potentiel de synergies et d'optimisation des activités. Ainsi, lorsque l'on considère les multiples boursiers, une prime pour le contrôle financier doit être appliquée.
- Dans cette Attestation d'Equité, nous nous sommes appuyés sur les « forward multiples » EBITDA et les flux de trésorerie opérationnelle disponible (Operating free cash flow, EBITDA moins CAPEX, « OpFCF ») pour l'évaluation des multiples boursiers.
- L'évaluation des multiples de transactions est basée sur les multiples CA LTM et l'EBITDA LTM.

## 4 Analyse de l'évaluation

# Base de préparation

### Base de préparation

- L'analyse de l'évaluation de Sunrise suppose un principe « stand-alone ».
- Le Plan de la Direction et le Plan des Analystes constituent la base des évaluations DCF, et tous deux couvrent la période de planification allant de 2020 à 2025.
- Ni le Plan de la Direction ni le Plan des Analystes ne contiennent les effets financiers potentiels de la coentreprise de fibre annoncée, Swiss open Fiber, car la coentreprise n'est pas encore constituée et l'impact financier d'une telle coentreprise n'est pas intégré dans un plan financier.
- L'analyse de l'évaluation de Sunrise comprend:
  - 1) un benchmarking du Plan des Analystes par rapport au groupe de pairs et des analyses en tenant compte des attentes du marché, des perspectives du secteur et de l'évolution des principales données financières historiques;
  - 2) les évaluations « stand-alone » de Sunrise basées sur le Plan de la Direction (« **DCF Direction** ») et sur le Plan des Analystes (« **DCF Analystes** ») avec l'analyse de sensibilité correspondante (voir p.52) et y compris l'analyse du coût du capital pour en déduire des taux d'actualisation adaptés au risque;
  - 3) l'évaluation des multiples boursiers basée sur les « forward multiples » du groupe de pairs de l'année 2020, les multiples historiques moyens du groupe de pairs et une analyse de régression et les orientations de la Direction pour 2020;

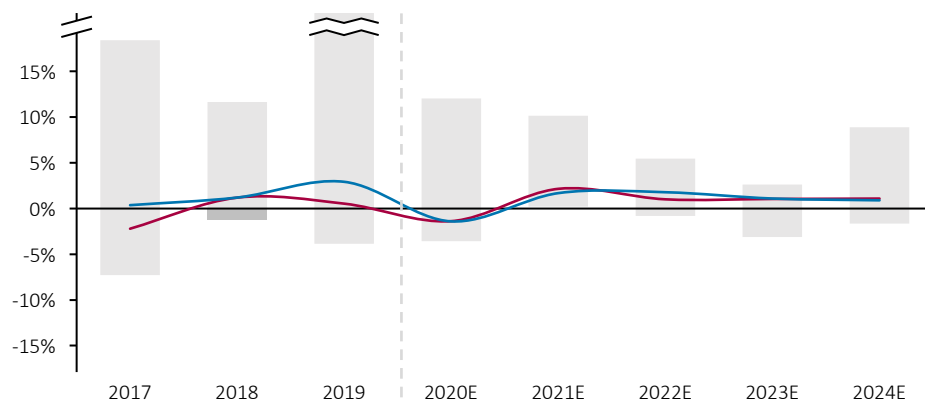
### Base de préparation (suite)

- 4) l'évaluation des multiples boursiers basée sur les « forward multiples » du groupe de pairs pour les années 2020, 2021 et 2022, les multiples historiques moyens du groupe de pairs et une analyse de régression et les KPI du Plan des Analystes ;
  - 5) l'évaluation des multiples de transactions basée sur les multiples CA LTM et EBITDA LTM, et;
  - 6) l'analyse des primes de transaction.
- Le périmètre de la transaction comprend les activités commerciales de Sunrise ainsi que les entités non commerciales. Les entités non commerciales sont principalement composées de liquidités, de billets de premier rang et de dettes à long terme.
  - La dette portant intérêt de Sunrise est constituée d'un prêt à terme, de billets garantis de premier rang et d'opérations de crédit-bail au 30 mars, 2020. De plus, Sunrise a utilisé une facilité de crédit renouvelable (« financing revolver ») de CHF 100 mio au T2 2020 en rapport avec l'environnement du COVID-19.
  - Y compris le crédit renouvelable du COVID-19, la dette portant intérêt s'élève à CHF 1.960 mio à la Date d'Evaluation.
  - L'analyse de la valeur boursière et de la valeur comptable de la dette portant intérêt de Sunrise n'a révélé aucune différence significative.
  - Une prime de contrôle de 10% a été appliquée à la fourchette de valeurs des multiples boursiers de l'évaluation.
  - Une prime de contrôle financier de 10% a été appliquée à la fourchette d'évaluation des multiples boursiers.<sup>1)</sup>
  - Nous supposons que toute la trésorerie est opérationnelle.

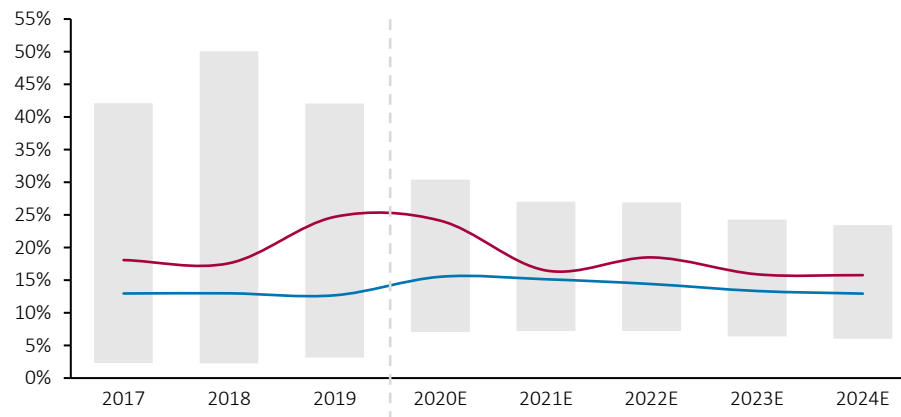
Note: <sup>1)</sup> Voir Grebenic/Zunk, The Value of Control: Transaktionsorientierte Kontrollprämien für Europa, 2015, p. 16 ff; Eichner, Übernahmeprämien bei M&A, 2017, p. 191. and Grebenic, Transaction Control Premium/Minority Discount Study Deutschland, 2014, p. 26 ff.

# Benchmarking: KPI du Plan des Analystes et groupe de pairs<sup>1)</sup>

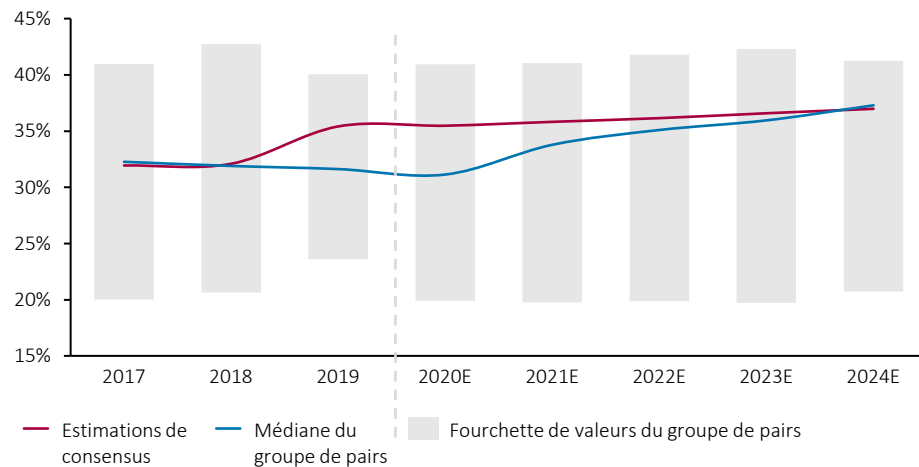
## Benchmarking de la croissance du chiffre d'affaires



## Benchmarking du ratio CAPEX/chiffre d'affaires



## Benchmarking de la marge EBITDA<sup>2)</sup>



## Commentaires

- Globalement, les estimations de consensus pour Sunrise sont en accord avec les prévisions du groupe de pairs.
- En particulier, les acteurs de télécommunication (et du marché) sont caractérisés par de faibles prévisions de croissance du CA à un chiffre.
- Sunrise étant actuellement dans une période d'investissement depuis 2019, les estimations de consensus du CAPEX pour 2020 sont supérieures au groupe de pairs.
- A l'avenir, les estimations de consensus du CAPEX pour Sunrise sont légèrement supérieures à la moyenne du groupe de pairs, ce qui correspond aux estimations de la marge EBITDA à l'extrémité supérieure du groupe de pairs.
- Le Plan de la Direction soutient les résultats du benchmarking, bien que les KPI diffèrent légèrement à la hausse ou à la baisse.

Note: <sup>1)</sup> Voir page 47 pour les détails du Plan des Analystes. <sup>2)</sup> La marge EBITDA pour 2018 et des années précédentes n'est pas comparable avec les marges EBITDA 2019 et au-delà, puisque les marges EBITDA comprennent les effets IFRS 16.

## Evaluation DCF – Plan des Analystes

Paramètres	Plan des Analystes (2020-2025) <sup>1)</sup>	VT (2028) <sup>2)</sup>	Sensitivité
CA	<ul style="list-style-type: none"> <li>CA CAGR de 1,3%, ce qui représente une augmentation de CHF 1.861 mio en 2020 à CHF 1.984 mio en 2025 Gains de parts de marché grâce aux nouvelles offres B2B et de numérisation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>TVGR à 0,8% en accord avec la médiane des hypothèses des analystes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Croissance de la VT à 0,5%</li> </ul>
Marge EBITDA (reportée) <sup>3)</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Augmentation de 35,5% (CHF 660 mio) en 2020 à 37,2% (CHF 738 mio) en 2025, soit une croissance de 2,2% en moyenne (CAGR 2020 - 2025) grâce à des gains d'efficacité, à la numérisation et aux négociations sur les coûts d'acquisition</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Marge durable à 37,2% en accord avec les prévisions des analystes l'année dernière et avec le benchmarking du marché</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pas de changement</li> </ul>
Taxes	<ul style="list-style-type: none"> <li>Taux d'imposition effectif de 19,0% à 26,9% (sur la base des comptes IFRS)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Taux effectif durable d'imposition des sociétés de 19,0%, en accord avec les prévisions des analystes de l'année dernière</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pas de changement</li> </ul>
Ratio Capex	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ratio CAPEX de 15,8% à 24,1%, tandis que 24,1% en 2020 représente le ratio le plus élevé en raison de la phase d'investissement 5G actuellement en cours</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ratio CAPEX durable à 17,8% en accord avec les prévisions des analystes l'année dernière et avec le benchmarking du marché</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pas de changement</li> </ul>
Paramètres WACC	<ul style="list-style-type: none"> <li>WACC à 5,72% en accord avec la médiane des hypothèses des analystes</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>WACC à 5,0% en accord avec le minimum des hypothèses des analystes</li> </ul>
Valeur d'entreprise <sup>4)</sup>	CHF 6.030 mio		CHF 6.690 mio
Dette portant intérêt	<ul style="list-style-type: none"> <li>prêts et effets au 30 of juin, 2020 CHF 1.710 mio</li> <li>dettes de location-financement au 30 juin, 2020 CHF 250 mio</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Crédit renouvelable CHF 100 mio (COVID-19)</li> <li>Toutes les liquidités sont supposées être opérationnelles</li> </ul>	
Nombre d'actions	45.425.664		
Valeur par action	CHF 90,1 <sup>5)</sup>		CHF 104,9 <sup>5)</sup>

Note: <sup>1)</sup> Voir page 47 pour les détails du Plan des Analystes. Facteurs de CA et de marge selon les déclarations de divers analystes. <sup>2)</sup> Le business plan a été prolongé par une phase de convergence technique pour les années 2026 à 2027 afin d'assurer la transition vers la Valeur Terminale. <sup>3)</sup> comprend les effets IFRS 16. <sup>4)</sup> Au 30 juin, 2020. <sup>5)</sup> Valeur des capitaux propres composée à la date d'évaluation avec le coût des capitaux propres « levered » pour 2020.



## Evaluation DCF – Plan de la Direction

Paramètres	Plan de la Direction (2020-2025)	VT (2028) <sup>1)</sup>	Sensitivité
CA	<ul style="list-style-type: none"><li>Estimation du CA conformément au benchmarking du Cas des Analystes et du groupes de pairs</li><li>Une croissance tirée par la poursuite de la convergence fixe-mobile et l'évolution de la gamme de produits vers les services mobiles</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Le taux de croissance la Valeur Terminale (« TVGR ») à 0,3% → 0,5% supérieur au taux sans risque actuel et conforme aux prévisions d'inflation à long terme en Suisse</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Croissance de la VT a augmenté à 0,5%</li></ul>
Marge EBITDA (reportée) <sup>2)</sup>	<ul style="list-style-type: none"><li>Marge EBITDA attendue légèrement supérieure au Plan des Analystes (soit 37,2 % en 2025) et au groupe de pairs. Augmentation de la marge grâce au programme d'efficacité Opex en cours et à l'amélioration de la gamme de produits</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>La VT de la marge EBITDA prend en compte les prévisions du groupe de pairs, les marges historiquement réalisées et le Plan de la Direction</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Convergence vers le consensus de marché de Swisscom</li></ul>
Taxes	<ul style="list-style-type: none"><li>Basé sur la planification fiscale des entreprises avec un taux d'imposition légal de 18% à partir de 2021 et de 19% en 2020</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>En accord avec le Business Plan de l'année dernière</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Pas de changement</li></ul>
Ratio Capex	<ul style="list-style-type: none"><li>Des CAPEX légèrement plus élevés par rapport au Plan des Analystes (soit 17,8 % en 2025), ce qui correspond à une marge EBITDA plus élevée</li><li>Le déploiement accéléré de la 5G entraîne une hausse des CAPEX</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Ratio VT Capex en accord avec le groupe de pairs et les estimations des analystes</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>CAPEX accru en accord avec les ratios historiques</li></ul>
Paramètres WACC	<ul style="list-style-type: none"><li>Taux sans risque à -0,2%</li><li>Bêta Unlevered à 0,7</li><li>Bêta re-levered conformément au leverage spécifique à la période (Dette/Fonds propres) de 31,4% à 39,7%</li><li>Prime de risque du marché à 7,5%<sup>3)</sup></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Cout de la dette à 1,5%<sup>4)</sup></li><li>WACC spécifique à la période de 4,84% à 4,97%</li></ul>	
Valeur d'entreprise <sup>5)</sup>	CHF 6.713 mio		CHF 6.859 mio
Dettes portant intérêt	<ul style="list-style-type: none"><li>prêts et effets au 30 of juin, 2020 CHF 1.710 mio</li><li>dettes de location-financement au 30 juin, 2020 CHF 250 mio</li><li>Crédit renouvelable CHF 100 mio (COVID-19)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Toutes les liquidités sont supposées être opérationnelles</li></ul>	
Nombre d'actions	45.425.664		
Valeur par action	CHF 105,4 <sup>6)</sup>		CHF 108,6 <sup>6)</sup>

Note: <sup>1)</sup> Le business plan a été prolongé par une phase de convergence technique pour les années 2026 à 2027 afin d'assurer la transition vers la Valeur Terminale. <sup>2)</sup> comprend les effets IFRS 16. <sup>3)</sup> Prime de risque du marché calculée sur la base de l'étude du marché des capitaux DACH de ValueTrust.. <sup>4)</sup> Désigne les prêts et les effets. Le taux d'intérêt pour les dettes de location-financement est de 4,91 %. <sup>5)</sup> Au 30 juin, 2020. <sup>6)</sup> Valeur des capitaux propres composée à la date d'évaluation avec le coût des capitaux propres re-levered pour 2020.

# Evaluation des multiples boursiers – Plan des Analystes (1/2)

## Multiples boursiers

- L'évaluation des multiples boursiers est basée sur les estimations de consensus EBITDA et CAPEX pour Sunrise.
- Les multiples EBITDA et OpFCF sont les multiples les plus courants dans l'industrie des télécommunications et sont donc utilisés pour l'évaluation des multiples boursiers. Puisque les « forward multiples » ne sont généralement pas affectés par des éléments ponctuels, des « forward multiples » pour les années de prévision 2020, 2021 et 2022 ont été appliqués.
- En ce qui concerne la croissance, la marge et le profil CAPEX sous-jacents de Sunrise et du groupe de pairs, la moyenne historique (2015 – 2019) et la moyenne du groupe de pairs pour l'année respective est considérée comme comparable à Sunrise.
- Une analyse de régression prenant en compte la relation entre les multiples observés et les KPI respectifs du groupe de pairs a été effectuée. Les paramètres de régression résultants ont été utilisés pour déterminer la fourchette de valeurs des multiples.
- L'évaluation utilisant la méthode des multiples prend régulièrement en compte les primes (par ex. les primes d'acquisition ou de contrôle financier) et les décotes (par ex. décotes de liquidité) sur la valeur des fonds propres déterminée avec les multiples boursiers. Sunrise étant une société cotée, une prime de contrôle financier de 10,0% a été seulement appliquée alors qu'aucune décote de liquidité n'a été considérée.

## Calcul des fonds propres basé sur les multiples boursiers

en CHF k

Multiples sélectionnés	Fourchettes des multiples sélectionnés		Fourchette de valeurs			
	Moyenne historique (2015-2019)	Moyenne du groupe de pairs	Analyses de régression	Estimations du consensus	Min	Max
Multiple EBITDA 2020	8,4x	9,2x	8,9x	660	5.563	6.044
Multiple EBITDA 2021	8,4x	8,6x	8,3x	681	5.686	5.868
Multiple EBITDA 2022	8,4x	8,2x	7,7x	694	5.355	5.851
<b>Valeur d'entreprise basée sur les multiples boursiers (Ø)</b>					<b>5.535</b>	<b>5.921</b>
- Valeur comptable de la dette <sup>1)</sup>					-1.963	-1.963
<b>Valeur des fonds propres (avant décôte/prime)</b>					<b>3.572</b>	<b>3.958</b>
+ Prime de contrôle (10%)					357	396
<b>Valeur des fonds propres</b>					<b>3.929</b>	<b>4.354</b>
# d'actions en k					45,4	45,4
<b>Valeur par action en CHF</b>					<b>86,49</b>	<b>95,85</b>

Multiples sélectionnés	Fourchettes des multiples sélectionnés		Fourchette de valeurs			
	Moyenne historique (2015-2019)	Moyenne du groupe de pairs	Analyses de régression	Estimations du consensus	Min	Max
Multiple OpFCF 2020	17,0x	16,8x	n.m.	352 <sup>2)</sup>	5.914	5.960
Multiple OpFCF 2021	17,0x	15,1x	n.m.	368	5.558	6.241
Multiple OpFCF 2022	17,0x	14,1x	n.m.	340	4.804	5.757
<b>Valeur d'entreprise basée sur les multiples boursiers (Ø)</b>					<b>5.425</b>	<b>5.986</b>
- Valeur comptable de la dette <sup>1)</sup>					-1.963	-1.963
<b>Valeur des fonds propres (avant décôte/prime)</b>					<b>3.462</b>	<b>4.023</b>
+ Prime de contrôle (10%)					346	402
<b>Valeur des fonds propres</b>					<b>3.809</b>	<b>4.425</b>
# d'actions en k					45,4	45,4
<b>Valeur par action en CHF</b>					<b>83,84</b>	<b>97,42</b>

Note: <sup>1)</sup> Correspond à la valeur comptable de la dette au 31 mars, 2020 et à l'utilisation du crédit renouvelable COVID-19 au T2/2020; <sup>2)</sup> Ajusté par des CAPEX non-récurrents.

# Evaluation des multiples boursiers – Plan des Analystes (2/2)

## Multiples boursiers

- Le Prix de l'Offre dans l'Offre correspond à un multiple EBITDA implicite de 10,2x basé sur 2019 et de 10,2x basé sur l'EBITDA 2020. Ainsi, le Prix de l'Offre implique des multiples EBITDA à l'extrémité supérieure de la fourchette de valeurs du multiple du groupe de pairs historique et « forward ».

## Calcul des fonds propres basé sur les multiples boursiers

en CHF k

Multiples sélectionnés	Fourchettes des multiples sélectionnés			Estimations du consensus	Fourchette de valeurs	
	Moyenne historique (2015-2019)	Moyenne du groupe de pairs	Analyses de régression		Min	Max
Multiple EBITDA 2020	8,4x	9,2x	8,9x	660	5.563	6.044
Multiple EBITDA 2021	8,4x	8,6x	8,3x	681	5.686	5.868
Multiple EBITDA 2022	8,4x	8,2x	7,7x	694	5.355	5.851
<b>Valeur d'entreprise basée sur les multiples boursiers (Ø)</b>					<b>5.535</b>	<b>5.921</b>
- Valeur comptable de la dette <sup>1)</sup>					-1.963	-1.963
<b>Valeur des fonds propres (avant décôte/prime)</b>					<b>3.572</b>	<b>3.958</b>
+ Prime de contrôle (10%)					357	396
<b>Valeur des fonds propres</b>					<b>3.929</b>	<b>4.354</b>
# d'actions en k					45,4	45,4
<b>Valeur par action en CHF</b>					<b>86,49</b>	<b>95,85</b>

Multiples sélectionnés	Fourchettes des multiples sélectionnés			Estimations du consensus	Fourchette de valeurs	
	Moyenne historique (2015-2019)	Moyenne du groupe de pairs	Analyses de régression		Min	Max
Multiple OpFCF 2020	17,0x	16,8x	n.m.	352 <sup>2)</sup>	5.914	5.960
Multiple OpFCF 2021	17,0x	15,1x	n.m.	368	5.558	6.241
Multiple OpFCF 2022	17,0x	14,1x	n.m.	340	4.804	5.757
<b>Valeur d'entreprise basée sur les multiples boursiers (Ø)</b>					<b>5.425</b>	<b>5.986</b>
- Valeur comptable de la dette <sup>1)</sup>					-1.963	-1.963
<b>Valeur des fonds propres (avant décôte/prime)</b>					<b>3.462</b>	<b>4.023</b>
+ Prime de contrôle (10%)					346	402
<b>Valeur des fonds propres</b>					<b>3.809</b>	<b>4.425</b>
# d'actions en k					45,4	45,4
<b>Valeur par action en CHF</b>					<b>83,84</b>	<b>97,42</b>

Sur la base des multiples boursiers, une fourchette de valeurs par action de CHF 83,84 à CHF 97,42 a été calculée à la Date d'Evaluation.

Note: <sup>1)</sup> Correspond à la valeur comptable de la dette au 31 mars, 2020 et à l'utilisation du crédit renouvelable COVID-19 au T2/2020; <sup>2)</sup> Ajusté par des CAPEX non-récurrents.

# Evaluation des multiples boursiers – Orientation de la société

## Orientation de la société

- Le CA et l'EBITDA ajusté 2020 devraient se situer dans une fourchette de CHF 1.875 mio à CHF 1.915 mio et de CHF 675 mio à CHF 690 mio, respectivement. Ces indications comprennent les effets IFRS 16, qui devraient être à peu près stables en glissement annuel.
- Le CAPEX 2020 devrait se situer dans une fourchette de CHF 410 mio à CHF 450 mio. Cela comprend les investissements de CHF 130 mio à CHF 150 mio dans le cadre d'un déploiement accéléré de la 4G+ et de la 5G, qui favorisera l'excellence des réseaux et la dynamique de la clientèle et fournira un accès fixe sans fil dans certaines zones sélectionnées sans fibre. Les orientations prévoient également des paiements initiaux légèrement plus élevés pour l'accès au réseau fixe en raison d'une demande plus forte que prévu de la part des clients pour la fibre.
- Compte tenu des orientations de la société pour l'EBITDA ajusté et pour le CAPEX, une fourchette de valeurs peut être déterminée en dérivant les multiples boursiers EBITDA et OpFCF.

## Calcul de la valeur par action basé sur les multiples boursiers et les indications de la société

en CHF k

Multiple sélectionnés	Fourchettes des multiples sélectionnés			Valeur de référence <sup>1)</sup>	Fourchette de valeurs	
	Moyenne historique (2015-2019)	Moyenne du groupe de pairs	Analyses de régression		Min	Max
Multiple EBITDA 2020	8,4x	9,2x	8,9x	683	5.750	6.247
<b>Valeur d'entreprise basée sur les multiples boursiers (Ø)</b>					<b>5.750</b>	<b>6.247</b>
- Valeur comptable de la dette					-1.963	-1.963
<b>Valeur des fonds propres (avant décote/prime)</b>					<b>3.787</b>	<b>4.284</b>
+ Prime de contrôle financier (10%)					379	428
<b>Valeur des fonds propres</b>					<b>4.166</b>	<b>4.713</b>
# d'actions en k					45,4	45,4
<b>Valeur par action en CHF</b>					<b>91,71</b>	<b>103,74</b>

Multiple sélectionnés	Fourchettes des multiples sélectionnés			Valeur de référence <sup>2)</sup>	Fourchette de valeurs	
	Moyenne historique (2015-2019)	Moyenne du groupe de pairs	Analyses de régression		Min	Max
Multiple OpFCF 2020	17,0x	16,8x	n.m.	373	6.266	6.314
<b>Valeur d'entreprise basée sur les multiples boursiers (Ø)</b>					<b>6.266</b>	<b>6.314</b>
- Valeur comptable de la dette					-1.963	-1.963
<b>Valeur des fonds propres (avant décote/prime)</b>					<b>4.303</b>	<b>4.351</b>
+ Prime de contrôle financier (10%)					430	435
<b>Valeur des fonds propres</b>					<b>4.734</b>	<b>4.787</b>
# d'actions en k					45,4	45,4
<b>Valeur par action en CHF</b>					<b>104,21</b>	<b>105,37</b>

Sur la base de l'orientation de la société et des multiples boursiers 2020, une fourchette de valeurs par action de CHF 91,71 à CHF 105,37 a été calculée à la Date d'Evaluation.

Note: <sup>1)</sup> Correspond au point moyen de l'orientation EBITDA de Sunrise; <sup>2)</sup> Ajusté par des CAPEX non-récurrents et l'accès annualisé à la ligne fixe de Swisscom Capex..

# Evaluation des multiples de transactions

### Multiples de transactions

- Pour l'évaluation basée sur les multiples de transactions, le CA et l'EBITDA ont été considérées comme des variables de référence.
- Des transactions comparables dans le secteur des télécommunications, avec un accent sur la téléphonie mobile, la télévision, l'internet à haut débit et la téléphonie depuis 2017, ont été évaluées. L'accent régional a été mis sur les pays développés d'Europe et d'Amérique du Nord.
- Compte tenu de la largeur de la fourchette de valeurs des multiples payés ainsi que les conditions non divulguées et individuelles des transactions, la fourchette de valeurs a été déterminée par la médiane et la moyenne des multiples CA et EBITDA.
- Les transactions résultantes ont généré un multiple CA allant de 3,0x à 3,2x (médiane à moyenne) et un multiple EBITDA allant de 10,0x à 10,3x (moyenne à médiane) respectivement.
- Une liste détaillée des transactions considérées est présentée en annexe (à la page 56).

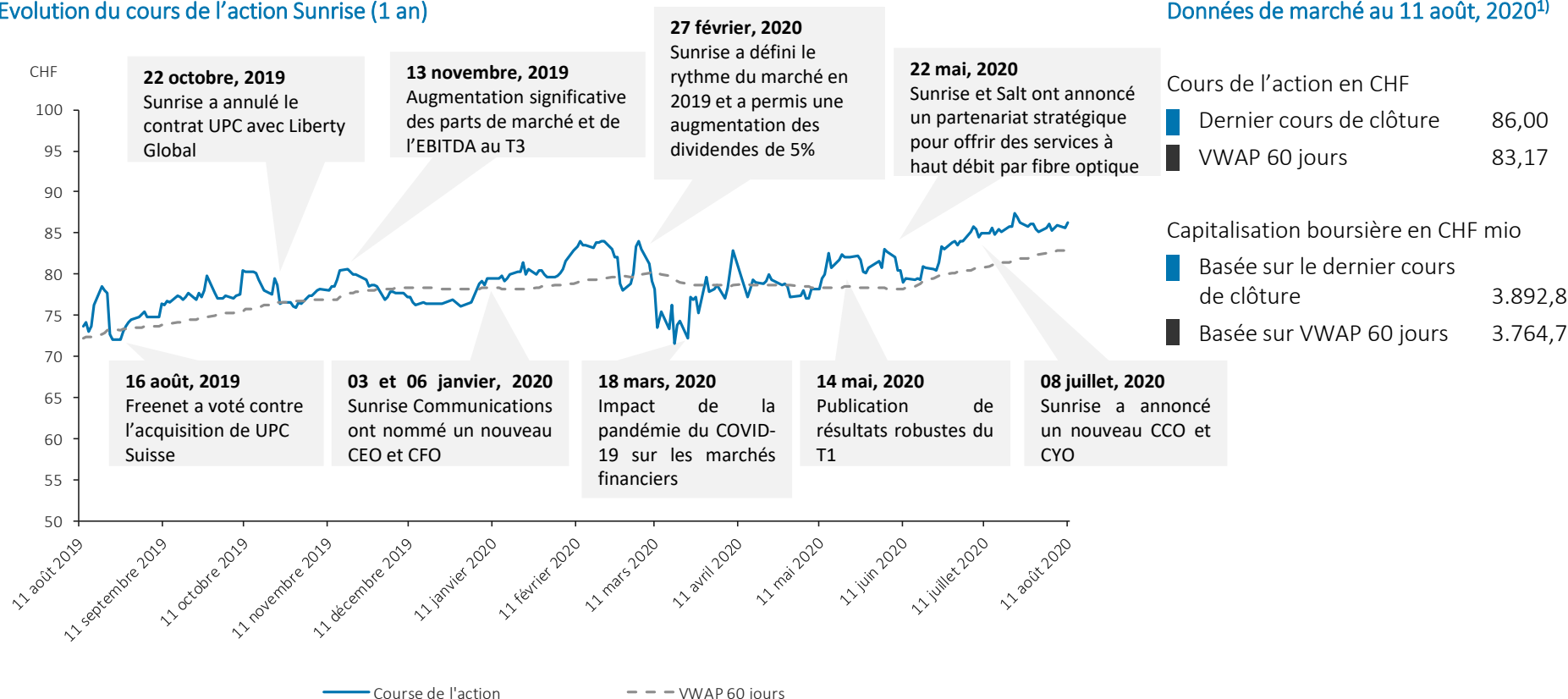
### Calcul de la valeur par action basé sur les multiples de transactions

en CHF k

Multiples sélectionnés	Fourchettes des multiples sélectionnés		Valeur de référence (2019)	Fourchette de valeurs	
	Moyenne	Médiane		Min	Max
Multiple CA	3,2x	3,0x	1.887	5.646	6.081
Multiple EBITDA	10,0x	10,3x	668	6.679	6.886
<b>Valeur d'entreprise basée sur les multiples de transactions (Ø)</b>				<b>6.163</b>	<b>6.483</b>
- Valeur comptable de la dette				-1.963	-1.963
<b>Valeur des fonds propres</b>				<b>4.200</b>	<b>4.520</b>
# d'actions en k				45,4	45,4
<b>Valeur par action en CHF</b>				<b>92,45</b>	<b>99,51</b>

# Analyse du cours de l'action

## Evolution du cours de l'action Sunrise (1 an)



Malgré l'échec de l'acquisition de UPC Switzerland en 2019 et l'environnement récent du COVID-19, les actions Sunrise montrent une augmentation lente et régulière au cours des 12 derniers mois. Les bons résultats et l'augmentation du dividende ont soutenu l'évolution du cours de l'action. Les prix-cibles des analystes soulignent de même la tendance positive avec l'estimation consensuelle d'env. CHF 90 (voir page 40 et 41). A la Date d'Evaluation, le cours de l'action Sunrise s'élève à CHF 86,00.

Note: <sup>1)</sup> L'action Sunrise est considérée comme liquide. Une analyse détaillée de la liquidité est présentée dans l'annexe.

## Analyse de l'évaluation

# Analyse de primes

### Analyse de primes

#### Analyse basée sur les transactions publiques en Suisse

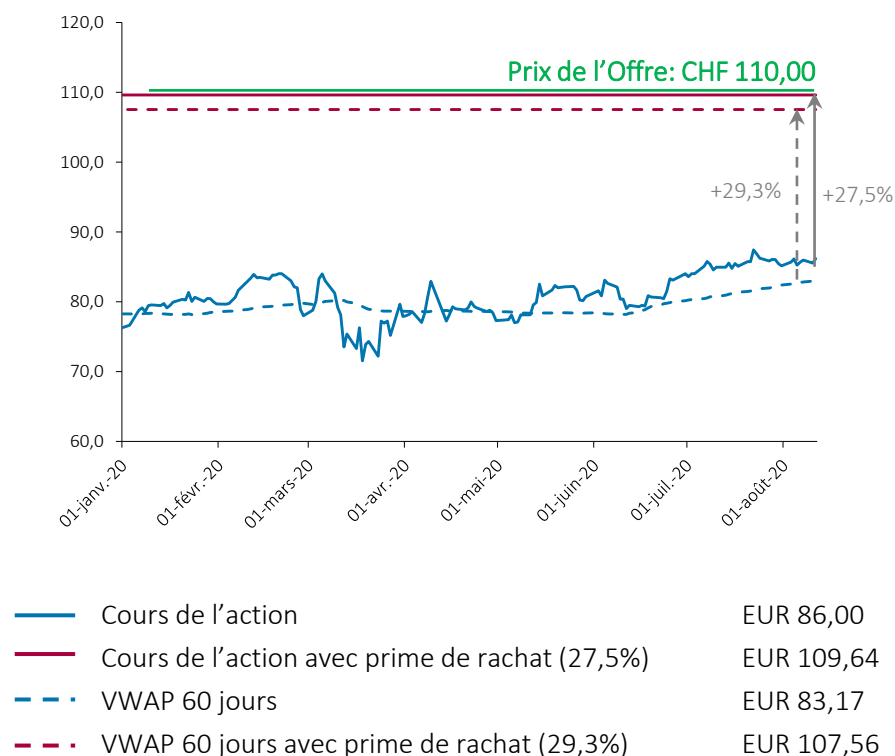
- Afin d'analyser empiriquement les primes de rachat, plus de 70 transactions publiques de différentes industries dont la cible est basée en Suisse ont été prises en compte. Parmi celles-ci, seules les transactions répondant aux critères suivants ont été sélectionnées pour l'évaluation finale:
  - Les transactions depuis 2007
  - Une valeur des fonds propres implicite d'au moins CHF 50 mio
  - Prise en compte uniquement d'actions liquides
  - Prise en compte uniquement d'offres en espèces
  - Exclusion de sociétés immobilières
- Sur la base de notre analyse, une prime moyenne de 29,3% comparée au VWAP 60 jours a été dérivée pour le marché suisse (voir page 55).
- En appliquant la prime de 29,3% au VWAP 60 jours de CHF 83,17, une valeur de CHF 107,56 par action Sunrise est calculée.

#### Analyse basée sur des transactions comparables sur le marché des télécommunications

- L'analyse des primes sur les transactions avec des cibles cotées dans le secteur des télécommunications aboutit à une prime moyenne de 27,5% par rapport au cours de l'action avant l'annonce (voir page 56).
- En appliquant la prime de 27,5% au cours de l'action de CHF 86,00 au 11 août, 2020, une valeur de CHF 109,64 par action Sunrise est calculée.

### Application des primes de rachat dérivées

en CHF par action (au 11 août, 2020)

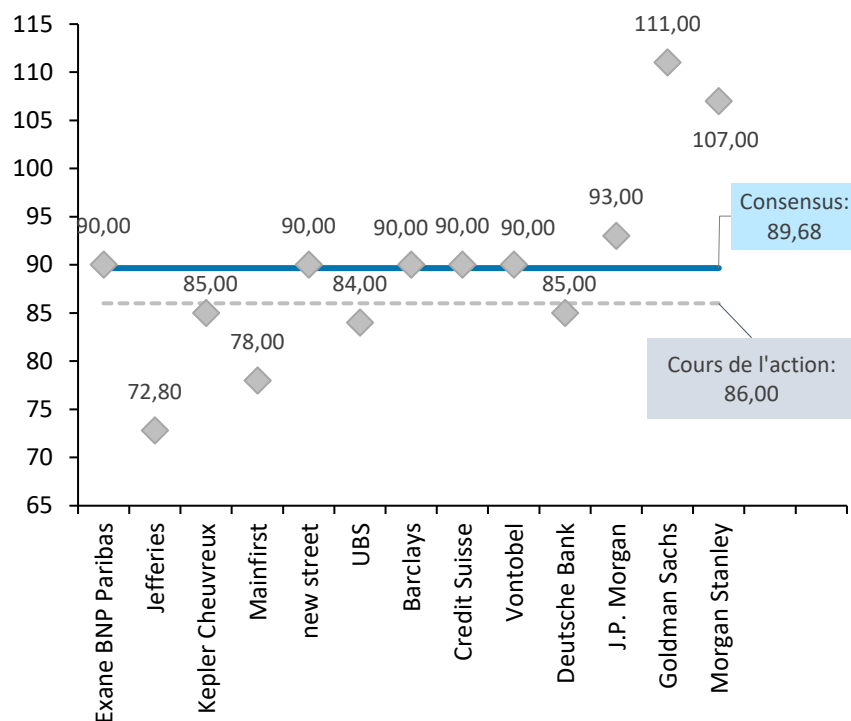


Le Prix de l'Offre excède le cours de l'action et le VWAP 60 jours avant l'annonce en appliquant les primes moyennes respectives.

# Estimations des analystes (1/2)

## Estimations des prix-cibles des analystes

En CHF par action



## Citations d'analystes concernant la situation actuelle

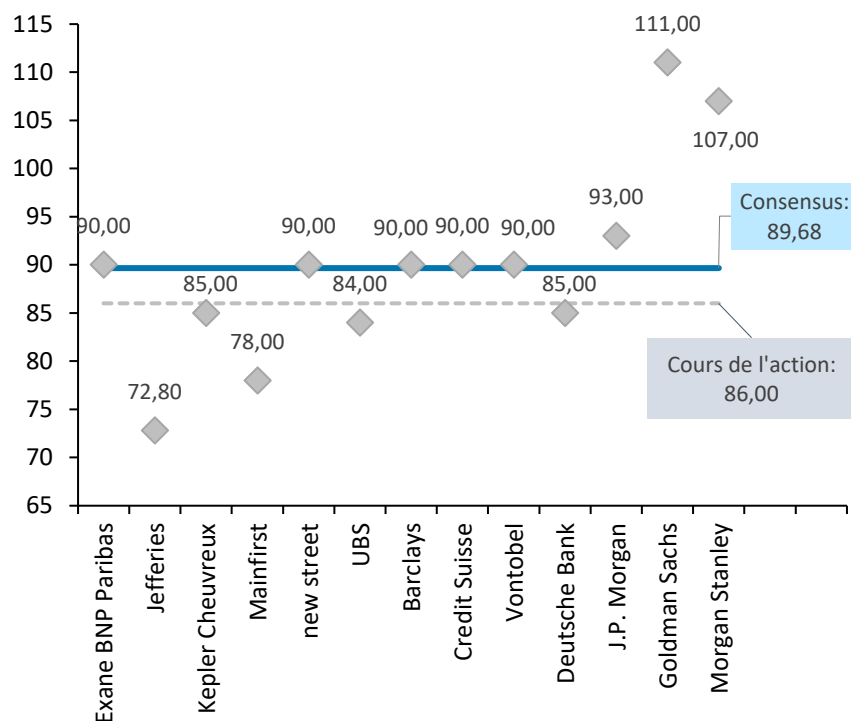
- « Bonne croissance, dividende solide et, avant tout, une visibilité supérieure. La croissance du chiffre d'affaires devrait continuer à être soutenue par des gains de parts de marché dans le B2C et une grande marge de manœuvre pour se développer dans le B2B. Cela devrait se traduire par une croissance attrayante du chiffre d'affaires de l'ordre de 1 à 2% par an au cours des trois prochaines années (CA des services, à l'exclusion du hubbing et hardware, autres). » [Morgan Stanley – 21 juillet, 2020](#)
- « Nous estimons que Sunrise a pu prendre environ 1,5/3 de part de marché au cours des trois dernières années dans le secteur fixe/mobile grâce à l'amélioration de la qualité du réseau mobile et à la convergence des offres. Nous pensons que cela devrait se poursuivre étant donné la qualité de son réseau et sa capacité à prendre des parts à Swisscom, qui détient actuellement >50% de parts de marché dans le domaine de la téléphonie fixe et mobile. » [Goldman Sachs – 25 juin, 2020](#)
- « Sunrise offre un rendement attrayant de 5,8% en dividendes, qui est prévu de croître de ~4% à moyen terme. Des performances constantes, la stabilité du marché suisse des télécommunications et le statut de valeur refuge du franc suisse s'ajoutent aux caractéristiques de qualité défensive de Sunrise. » [J.P. Morgan – 18 juin, 2020](#)



## Estimations des analystes (2/2)

### Estimations des prix-cibles des analystes

En CHF par action



### Les risques de baisse pour les analystes

- « Une détérioration de l'environnement concurrentiel pourrait exercer une pression supplémentaire sur l'ARPU. » [Morgan Stanley – 21 juillet, 2020](#)
- « Des CAPEX plus élevés que prévu : Sunrise devrait augmenter les investissements pour 2020 en raison des dépenses consacrées à l'amélioration du réseau 4G+/5G. Alors que la société prévoit des investissements normalisés pour 2021, nous notons le risque que les investissements de 2021 ne soient pas normalisés. » [Goldman Sachs – 25 juin, 2020](#)

Les estimations des analystes se concentrent sur la fourchette de valeurs de CHF 84,00 à CHF 93,00, avec deux valeurs aberrantes à la hausse et à la baisse pour chacune. La moyenne des valeurs aberrantes se situe bien dans la fourchette de valeurs.

# Evaluation des alternatives pour les actionnaires Sunrise

### Structures de transaction alternatives

- Une transaction alternative potentielle avec Sunrise pour acquérir UPC a échoué en 2019.
- Compte tenu de la structure du marché et du positionnement sur le marché de Sunrise d'une part, et Liberty et UPC d'une autre, la marge de manœuvre est limitée pour des structures alternatives. À notre connaissance, aucune autre structure de transaction n'a été envisagée pour cette opération.
- La Direction et le Conseil d'Administration de Sunrise ont discuté et analysé qualitativement le résultat d'un éventuel échec de la Transaction Proposée. Toutefois, dans un scénario négatif, un échec de la transaction pourrait entraîner un affaiblissement de la position de marché de Sunrise, si Liberty acquiert ou cherche à coopérer avec un concurrent.
- Nous n'avons pas examiné ou analysé ces scénarios de manière indépendante.

### Vente des actions Sunrise sur le marché

- La vente d'actions sur le marché libre est une alternative généralement praticable à l'acceptation de l'Offre, mais uniquement avantageuse pour l'actionnaire, si le prix de l'action est supérieur au Prix de l'Offre.
- En principe, il serait financièrement plus intéressant pour les actionnaires de Sunrise si les actions Sunrise seraient négociées à un prix supérieur au Prix de l'Offre (selon le prospectus d'offre) à la fin de la Période de l'Offre.
  - Une prédiction du développement du cours de l'action Sunrise au cours de la Période d'Offre n'est pas possible. Cependant, nous avons observé que le cours de l'action a fluctué de CHF 71,55 à CHF 87,45 au cours des 12 derniers mois, et autour de CHF 109,00 depuis l'Annonce Préalable.

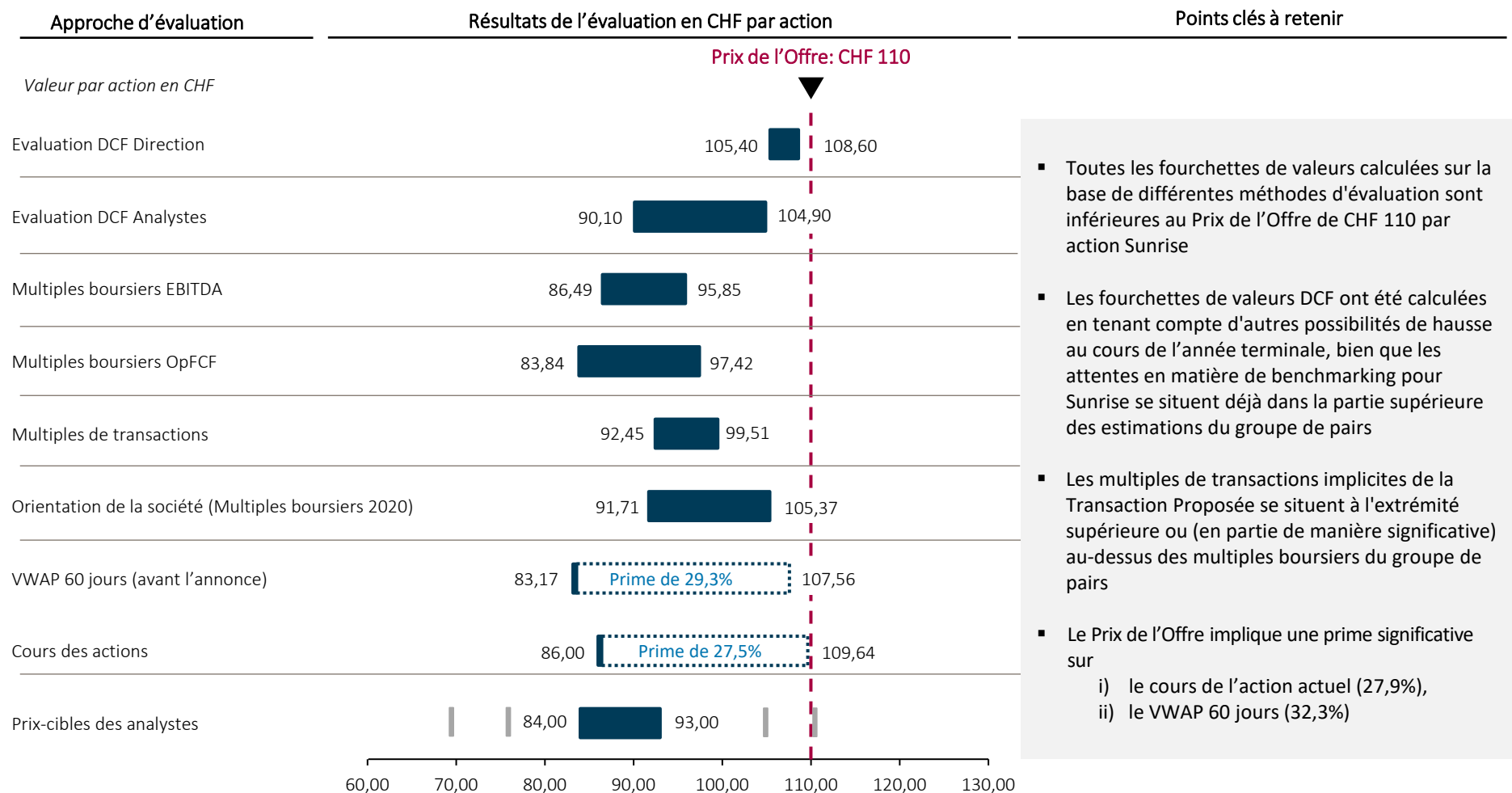
- (suite) L'estimation de consensus des analystes avant la Date d'Annonce était de CHF 89,7.

### Refus de l'offre

- Les actionnaires publics de Sunrise pourraient rejeter l'Offre avec l'intention et l'attente de la bloquer.
  - L'Offre prévoit entre autres conditions, un taux d'acceptation minimum de 66 2/3% du capital social entièrement dilué de Sunrise à la fin de la Période de l'Offre pour être acceptée.
  - Freenet, détenant 11.051.578 actions Sunrise, ce qui correspond à 24,4% du capital social de Sunrise à la date de cet Opinion, a pris un engagement d'apport et a accepté d'apporter à l'offre la totalité des 11.051.578 actions Sunrise détenues.
  - Globalement, les commentaires reçus des investisseurs sont favorables à la Transaction Proposée.
- Le Plan de la Direction et le Plan des Analystes sont fondés sur un principe « stand-alone », et ne tiennent donc pas compte des effets potentiels de l'acceptation ou du rejet de l'offre.
- Un rejet de l'offre pourrait conduire au scénario négatif mentionné (voir colonne de gauche).
- L'acceptation ou le rejet de l'Offre peut avoir un impact fiscal important au niveau des actionnaires individuels. Nous n'avons pas effectué d'analyse des effets fiscaux au niveau des actionnaires individuels.

## 5 Conclusion de l'Équité

# Conclusion de l'Equité



Le Prix de l'Offre de CHF 110 par action Sunrise excède la fourchette de valeurs dans tous les cas et est par conséquent, équitable pour les actionnaires d'un point de vue financier.

# Conclusion de l'Équité

## Résumé de l'analyse

- Nous avons analysé la valeur « stand-alone » de Sunrise en appliquant diverses approches d'évaluation, y compris l'évaluation intrinsèque (DCF) et l'évaluation de marché (multiples boursiers et de transactions).
- De plus, nous avons analysé la performance récente du cours de l'action de Sunrise, les primes de rachat payées en Suisse et dans le secteur des télécommunications et pris en compte les estimations les plus récentes des analystes avant l'annonce de la transaction.
- L'analyse de l'évaluation a été réalisée dans le but d'évaluer l'équité du Prix de l'Offre d'un point de vue financier.
- Nous avons conclu que
  - les fourchettes de valeurs DCF dérivées du Plan de la Direction et du Plan des Analystes sont toutes deux inférieures au Prix de l'Offre,
  - les fourchettes de valeurs des multiples dérivées des multiples du groupe de pairs avec des valeurs de référence issues des orientations de la Direction pour 2020 et du Plan des Analystes pour 2020, 2021 et 2022 sont toutes en dessous du Prix de l'Offre,
  - la fourchette de valeurs des multiples de transactions est inférieure au Prix de l'Offre, le Prix de l'Offre comprend une prime importante au-dessus des primes observables pour des transactions comparables et globalement des offres publiques d'achat en Suisse, et,
  - le Prix de l'Offre est sensiblement plus élevé que le consensus des analystes qui reflète les attentes du marché.
- À titre d'information, nous notons que le principal actionnaire de Sunrise, Freenet, avec une part totale d'environ 24,4%, a pris un engagement d'apport et a accepté d'apporter à l'Offre la totalité des 11.051.578 actions Sunrise détenues.

Sur la base de l'analyse décrite ici, nous concluons que le Prix de l'Offre de CHF 110 est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Sunrise à la Date d'Évaluation.



**Prof. Dr. Christian Aders**  
CEFA, CVA  
Senior Managing Director



**Florian Starck**  
Steuerberater  
Senior Managing Director

# Annexes

# Plan des analystes – Détails des estimations de consensus

Paramètres		Estimations de consensus (en CHF mio)						Commentaires	Plan de la Direction
		2020	2021	2022	2023	2024	2025		
CA	Croissance	<b>1.861</b>	<b>1.901</b>	<b>1.920</b>	<b>1.941</b>	<b>1.962</b>	<b>1.984</b>	▪ CAGR (2020-2025) à 1,3%	▪ En accord avec le Plan des Analystes
	abs.	-1,4%	2,2%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%		
EBITDA	Marge	660	681	694	710	726	738	▪ CAGR (2020-2025) à 2,2% ▪ Augmentation de la marge de 1,7%-pts	▪ Légèrement supérieur au Plan des Analystes à long terme
	abs.	35,5%	35,8%	36,2%	36,6%	37,0%	37,2%		
EBIT	Marge	183	223	299	320	345	355	▪ CAGR (2020-2025) à 14,3% ▪ Augmentation de la marge de 8,1%-pts	
	abs.	9,8%	11,7%	15,6%	16,5%	17,6%	17,9%		
Capex	abs.	<b>-449</b>	<b>-313</b>	<b>-355</b>	<b>-308</b>	<b>-309</b>	<b>-352</b>	▪ Ratio CAPEX plus élevé en 2020-2022 en raison d'une période d'investissement intensif	▪ Capex en accord avec l'EBITDA légèrement supérieur au Plan des Analystes
	en % du CA.	-24,1%	-16,5%	-18,5%	-15,9%	-15,8%	-17,8%		
OpFCF	abs.	212	368	340	402	417	385	▪ CAGR (2020-2025) à 12,7% ▪ Augmentation de la marge de 8,0%-pts	
	en % du CA.	11,4%	19,4%	17,7%	20,7%	21,2%	19,4%		

# Discounted cash flow: Coût du capital

À l'aide du modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM), le calcul du coût des capitaux propres pour Sunrise a été effectué comme suit.

## Taux sans risque

- Le taux sans risque est un rendement disponible sur un titre que le marché considère généralement comme exempt de risque de défaillance. Sur la base de la courbe de rendement correspondante, un taux sans risque uniforme est calculé en supposant que la valeur actuelle est équivalente à un horizon de temps infini. En utilisant les données de la Banque nationale suisse et la méthode Svensson, un taux sans risque moyen actuel sur trois mois de -0,2% a été calculé pour la Suisse à la Date d'Evaluation.

## Prime de risque du marché

- Sur la base des analyses de ValueTrust sur le marché suisse des capitaux, le rendement du marché implicite à la Date d'Evaluation est de 7,3%<sup>1)</sup>. Les données historiques du marché conduisent à une fourchette de 6,9% à 8,9% pour le rendement du marché, ce qui soutient les rendements implicites actuels du marché. Par conséquent, dans le cadre d'une évaluation prospective, une prime de risque de marché de 7,5% a été choisie à des fins d'évaluation.

## Prime de taille

- Pour la région DACH, aucune donnée empirique validée concernant les primes de taille n'est disponible. Les données empiriques existantes concernant les primes de taille pour le marché américain ne sont que partiellement applicables au marché suisse des capitaux et les résultats sont sensibles au modèle effectivement utilisé.

- (suite) En outre, le groupe de pairs sélectionné comprend des sociétés de tailles différentes (voir page 21) et la taille moyenne des sociétés du groupe de pairs est très comparable à celle de Sunrise. Par conséquent, aucune prime de taille n'a été appliquée.

## Bêta

- Comme Sunrise est une société cotée en bourse, son propre bêta peut être observé empiriquement. Par conséquent, les bêtas propres de Sunrise (voir page suivante) ont été analysés. En outre, nous analysons les bêtas du groupe de pairs pour confirmer le bêta propre à Sunrise.
- Les bêtas ont été déterminés par une régression linéaire avec une période d'observation d'un an et des points de données hebdomadaires pour les cinq dernières années. En tenant compte du bêta propre à Sunrise et de la moyenne du bêta du groupe de pairs, un bêta arrondi « unlevered » de 0,7 a été appliqué.
- Le coût des capitaux propres « unlevered » qui en résulte s'élève à 5,05%.

## Coût de la dette

- Le coût moyen effectif de la dette est calculé comme étant les charges d'intérêt par rapport à la moyenne des dettes portant intérêt sur une période donnée.

## WACC

- Selon la structure du capital spécifique à la période de l'objet d'évaluation, le WACC spécifique à la période se situe dans une fourchette allant de 4,84% à 4,97%.

Note: <sup>1)</sup> Rendement du marché calculé sur la base de l'étude du marché des capitaux DACH de ValueTrust.



# Annexes

## Bêta

### Calcul du bêta

- Sunrise étant une société cotée en bourse, le propre bêta peut être observé empiriquement. Par conséquent, les bêtas propres à Sunrise ont été analysés.
- Afin de consolider le bêta propre à Sunrise, nous déterminons les bêtas pour le groupe de pairs. Les bêtas ont été calculés en utilisant une régression par rapport à l'indice du marché local le plus large de la société du groupe de pairs concernée. Afin de tenir compte de la structure de financement spécifique de l'objet d'évaluation, les facteurs bêta observés historiquement pour les sociétés du groupe de pairs ont été convertis en facteurs bêta corrigés de l'endettement (unlevered). Les bêtas ont été déterminés au moyen d'une régression linéaire avec une période d'observation d'un an et des points de données hebdomadaires pour les cinq dernières années.
- A la Date d'Évaluation, un bêta arrondi « unlevered » de 0,70 a été appliqué en tenant compte des bêtas du groupe de pairs, du bêta de Sunrise et des incertitudes actuelles du marché concernant COVID-19.

### Calcul du bêta: 1 an hebdomadaire / 5 dernières années

Société	Index	2020	2019	2018	2017	2016	Ø 5 ans
Elisa Oyj	Finland OMXH Total Return Index	0,59	n.a.	0,69	0,67	0,62	0,64
iliad S.A.	Paris CAC 40 Index	0,48	n.a.	n.a.	0,69	0,63	0,60
Tele2 AB (publ)	OMX Stockholm 30 Index	0,64	n.a.	0,76	0,62	0,71	0,68
Swisscom AG	Swiss Performance Index (Total Return)	0,67	0,57	0,66	0,60	0,67	0,63
Telefónica Deutschland Holding AG	CDAX Index (Total Return)	0,51	n.a.	0,77	0,83	0,65	0,69
Orange Belgium S.A.	Brussels BEL 20 Index	0,60	n.a.	0,69	n.a.	0,62	0,64
TalkTalk Telecom Group PLC	FTSE 100 Index	0,75	n.a.	n.a.	n.a.	0,88	0,82
MásMóvil Ibercom, S.A.	Madrid Ibex 35 Index	0,81	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,81
Min		0,48	0,57	0,66	0,60	0,62	0,60
Médiane		0,62	0,57	0,69	0,67	0,65	0,66
<b>Moyenne</b>		<b>0,63</b>	<b>0,57</b>	<b>0,71</b>	<b>0,68</b>	<b>0,68</b>	<b>0,69</b>
Max		0,81	0,57	0,77	0,83	0,88	0,82
<b>Sunrise</b>		<b>0,58</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,76</b>	<b>0,61</b>	<b>0,64</b>	<b>0,65</b>

Source: analyse de ValueTrust, Copyright © 2020, S&P Global Market Intelligence (et ses filiales, le cas échéant).



# Evaluation DCF – Analyse de sensibilité

Une analyse de sensibilité dévoile comment l'incertitude de la sortie d'un modèle mathématique peut être divisée et attribuée à différentes sources d'incertitude dans ses entrées. Les sensibilités peuvent être testées en modifiant un ou plusieurs paramètres, l'analyse à un facteur à la fois (one-factor-at-a-time , OAT, ceteris paribus) étant l'approche la plus courante.

Alors que la sensibilité réalisée pour Plan de la Direction présenté à la p. 34 tient compte des changements raisonnables apportés à divers paramètres en une seule fois, l'analyse OAT présentée ci-dessous est plus simple en révélant les effets mathématiques pour un maximum de deux paramètres (à partir de deux OAT consécutives). Pour certaines combinaisons, l'approche peut aboutir à un ensemble de paramètres non significatifs ou irrationnels pour l'activité sous-jacente. Ces combinaisons ont été ombrées en gris.

Comme la grande majorité des prix significatifs des actions dérivées de l'analyse des OAT se situent en dessous du Prix de l'Offre, l'analyse de sensibilité soutient la conclusion de l'équité.

## Plan des Analystes

en CHF par action

	TVGR				
	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%
WACC 4,75%	110,8	113,4	116,1	119,0	121,9
WACC 5,00%	102,6	104,9	107,2	109,7	112,3
WACC 5,25%	95,2	97,2	99,3	101,5	103,8
WACC 5,50%	88,5	90,3	92,2	94,1	96,1
WACC 5,72%	83,2	84,8	86,5	88,2	90,1

	TVGR				
	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%
TV-Marge EBITDA 36,5%	97,8	99,4	101,0	102,7	104,5
TV-Marge EBITDA 37,0%	100,5	102,2	103,9	105,7	107,6
TV-Marge EBITDA 37,2%	101,5	103,1	104,9	106,7	108,6
TV-Marge EBITDA 37,5%	103,3	105,0	106,8	108,7	110,6
TV-Marge EBITDA 38,0%	106,1	107,8	109,7	111,6	113,6

## Plan de la Direction

en CHF par action

	TVGR				
	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%
WACC 4,80%	105,9	107,6	109,4	111,3	113,3
WACC 4,90%	103,7	105,3	107,0	108,8	110,7
WACC 4,97%	102,2	103,8	105,4	107,2	109,0
WACC 5,00%	101,6	103,1	104,8	106,5	108,3
WACC 5,10%	99,5	101,0	102,6	104,2	105,9

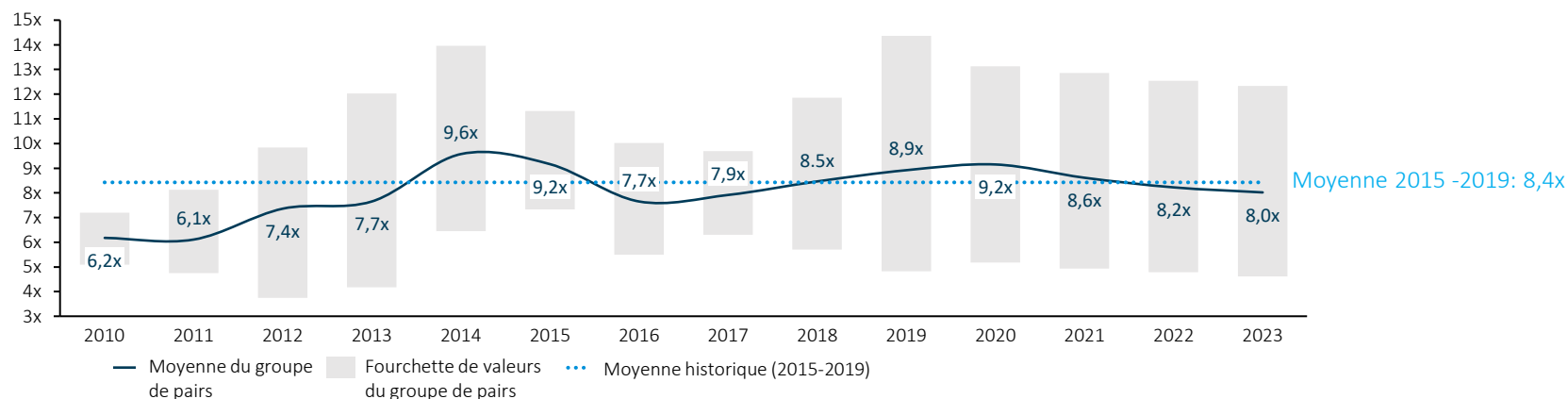
	TVGR				
	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%
TV-Marge EBITDA 37,0%	97,4	98,9	100,4	102,0	104,0
TV-Marge EBITDA 37,5%	100,0	101,6	103,2	104,8	106,8
TV-Marge EBITDA 37,9%	102,2	103,8	105,4	107,1	108,9
TV-Marge EBITDA 38,5%	105,3	106,9	108,6	110,4	112,5
TV-Marge EBITDA 39,0%	107,9	109,6	111,3	113,2	115,4

# Multiples boursiers EBITDA historiques et forward

## Multiples EBITDA historiques LTM et forward

	MVIC/EBITDA														
	Historiques										Projections				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Swisscom AG	6,7x	6,4x	7,3x	8,4x	9,1x	9,5x	8,8x	9,4x	9,0x	8,9x	8,5x	8,5x	8,4x	8,3x	8,4x
Telefónica Deutschland Holding A	n.m.	n.m.	8,1x	7,8x	14,0x	9,5x	8,7x	7,5x	6,5x	6,0x	6,3x	6,1x	6,0x	5,6x	5,8x
Tele2 AB (publ)	5,1x	5,6x	8,1x	5,2x	6,4x	7,3x	6,8x	7,4x	11,9x	11,2x	12,1x	11,5x	10,8x	10,5x	11,1x
Elisa Oyj	6,3x	6,2x	6,5x	7,7x	8,2x	11,3x	10,0x	9,7x	10,1x	13,1x	13,1x	12,9x	12,5x	12,3x	12,1x
iliad S.A.	7,2x	8,1x	9,8x	8,3x	9,8x	9,7x	7,5x	7,9x	7,3x	8,0x	11,8x	10,5x	9,5x	8,8x	7,7x
Orange Belgium S.A.	6,3x	5,6x	3,7x	4,2x	7,9x	7,9x	6,3x	6,3x	5,7x	5,0x	5,2x	4,9x	4,8x	4,6x	4,9x
TalkTalk Telecom Group PLC	5,5x	4,8x	8,1x	12,0x	11,6x	9,0x	5,5x	6,8x	6,5x	4,8x	6,5x	6,5x	6,5x	6,4x	6,2x
MásMóvil Ibercom, S.A.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	8,4x	10,8x	14,4x	9,8x	8,0x	7,4x	7,7x	7,3x
Moyenne	6,2x	6,1x	7,4x	7,7x	9,6x	9,2x	7,7x	7,9x	8,5x	8,9x	9,2x	8,6x	8,2x	8,0x	7,9x
Médiane	6,3x	5,9x	8,1x	7,8x	9,1x	9,5x	7,5x	7,7x	8,1x	8,4x	9,1x	8,2x	7,9x	8,0x	7,5x

## Développement du multiple EBITDA



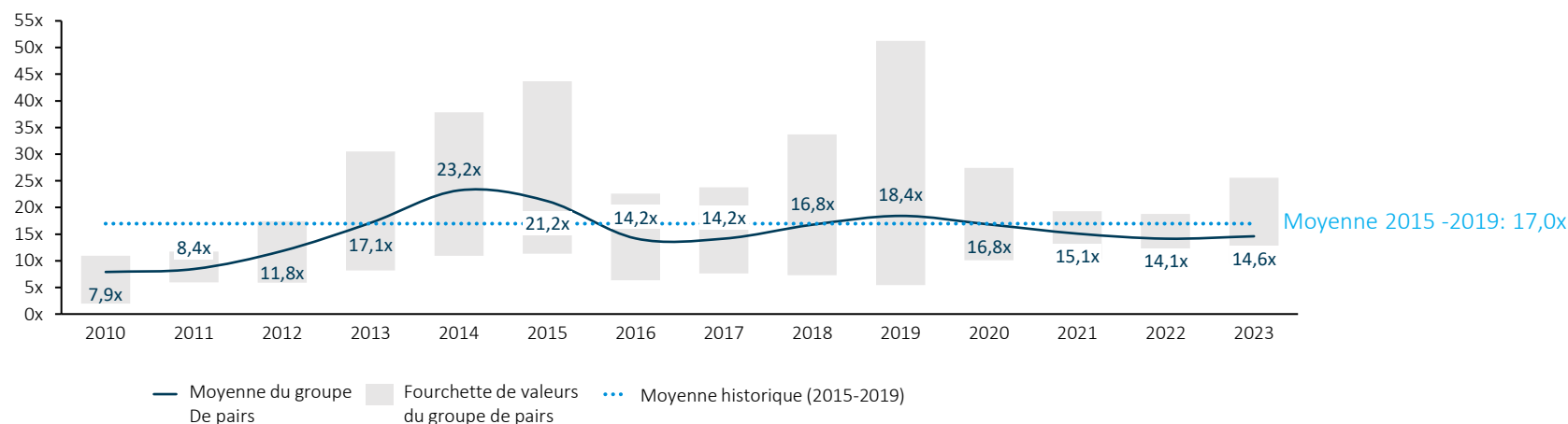
Source: analyse de ValueTrust, Copyright © 2020, S&P Global Market Intelligence (et ses filiales, le cas échéant).

# Multiples boursiers OpFCF historiques et forward

## Multiples OpFCF historiques LTM et forward

	MVIC/OpFCF														
	Historiques										Projections				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Swisscom AG	10,9x	11,7x	17,4x	20,2x	21,4x	23,7x	22,6x	23,8x	23,5x	20,8x	16,9x	17,1x	16,7x	16,5x	16,7x
Telefónica Deutschland Holding A	n.m.	n.m.	14,4x	16,4x	29,4x	20,6x	19,0x	13,7x	11,2x	10,9x	14,6x	13,8x	12,1x	10,5x	12,6x
Tele2 AB (publ)	6,8x	8,5x	13,5x	8,2x	10,9x	14,0x	11,8x	10,4x	16,2x	13,2x	17,6x	17,1x	15,3x	14,6x	15,3x
Elisa Oyj	9,5x	9,4x	9,8x	12,1x	12,3x	17,2x	15,1x	15,7x	15,4x	19,7x	19,7x	19,3x	18,8x	18,2x	17,6x
iliad S.A.	n.m.	n.m.	n.m.	30,5x	36,3x	43,7x	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	25,6x	19,6x
Orange Belgium S.A.	10,8x	8,8x	5,9x	n.m.	37,8x	18,1x	10,3x	11,6x	10,1x	7,7x	11,3x	14,5x	14,4x	9,7x	10,4x
TalkTalk Telecom Group PLC	7,3x	6,0x	10,0x	15,4x	14,5x	11,3x	6,4x	7,7x	7,3x	5,5x	10,1x	10,3x	10,1x	9,5x	8,7x
MásMóvil Ibercom, S.A.	2,0x	6,2x	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	16,3x	33,7x	51,2x	27,4x	13,6x	11,7x	12,3x	10,8x
Moyenne	7,9x	8,4x	11,8x	17,1x	23,2x	21,2x	14,2x	14,2x	16,8x	18,4x	16,8x	15,1x	14,1x	14,6x	14,0x
Médiane	8,4x	8,7x	11,7x	15,9x	21,4x	18,1x	13,4x	13,7x	15,4x	13,2x	16,9x	14,5x	14,4x	13,4x	13,9x

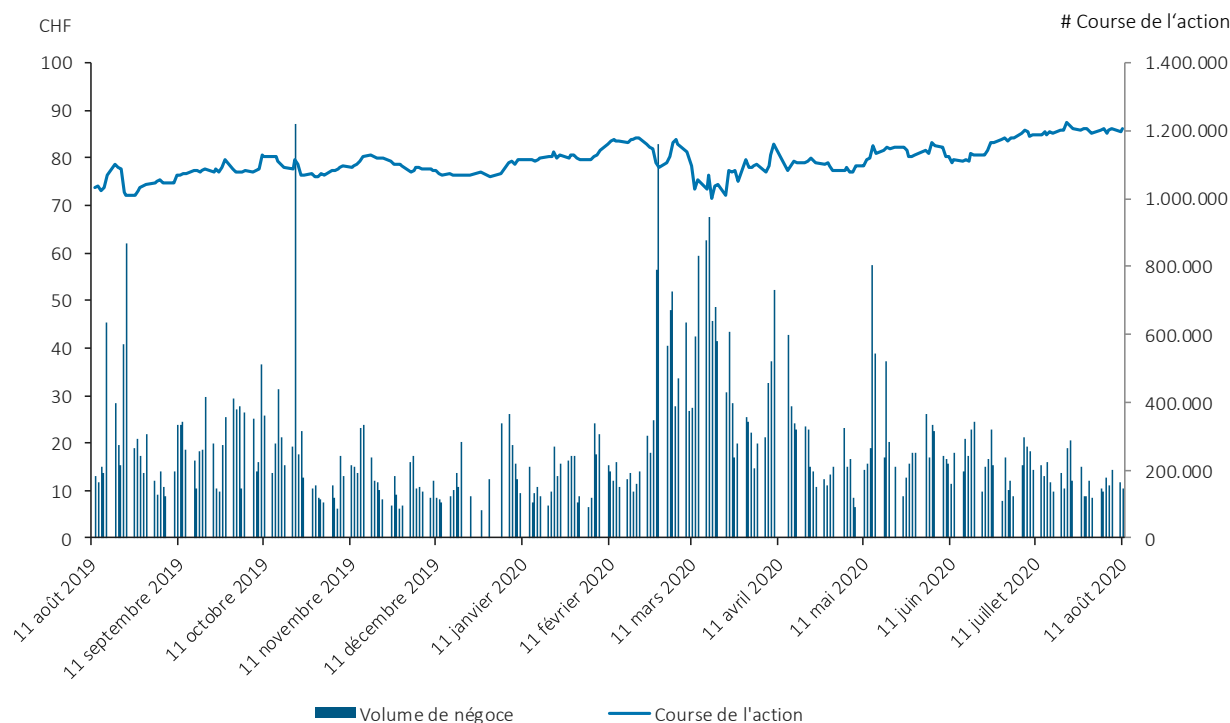
## Développement du multiple OpFCF



Source: analyse de ValueTrust, Copyright © 2020, S&P Global Market Intelligence (et ses filiales, le cas échéant).

# Analyse de liquidité

## Volume de négoce quotidien de Sunrise (1 an)



## Analyse de liquidité

- Un titre de participation qui ne fait pas partie du SLI (Swiss Leader Index) est considéré comme liquide au sens de l'art. 42, al. 4, OIMF-FINMA si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou 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).
- Dans le cas de Sunrise, la médiane mensuelle du volume quotidien est supérieure à 0,04% du flottant au cours d'au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre.

La médiane mensuelle de Sunrise du volume quotidien des transactions en bourse est supérieure à 0,04% de la fraction librement négociable du titre de participation (free float) au cours d'au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre. Par conséquent, l'action est considérée comme liquide au sens de l'art. 42, al. 4, OIMF-FINMA.<sup>1)</sup>

Note: <sup>1)</sup> Circulaire COPA n° 2 : Liquidité au sens du droit des OPA.

# Analyse de primes de rachat

## Analyse de primes de rachat de transactions publiques en Suisse, 2007-2019

Date	Acquéreur	Cible	Type d'offre	Contrepartie	Valeur implicite des fonds propres en CHF mio	Prix offert en CHF	Prime basée sur VWAP 60 jours
26/11/2018	CMA CGM SA	CEVA Logistics AG	Volontaire	Cash	1.656	30,0	12,2%
20/06/2018	Basler Kantonalbank	Bank Cler AG	Volontaire	Cash	878	52,0	23,0%
22/12/2017	Tamedia AG <sup>1)</sup>	Goldbach Group AG	Volontaire	Cash	217	35,5	3,7%
26/01/2017	Janssen Holding GmbH <sup>1)</sup>	Actelion Ltd	Volontaire	Cash	30.173	280,0	46,4%
19/09/2016	Sempione Retail AG <sup>1)</sup>	Charles Vögele Holding AG	Volontaire	Cash	56	6,4	0,0%
11/04/2016	HNA Aviation (Hong Kong) Air Catering Holding Co., <sup>1)</sup>	gategroup Holding AG	Volontaire	Cash	1.420	53,0	37,0%
03/02/2016	CNAC Saturn (NL) B.V. <sup>1)</sup>	Syngenta AG	Volontaire	Cash	44.115	474,6	26,9%
02/02/2016	Kiwi Holding IV S.à r.l. <sup>1)</sup>	Kuoni Reisen Holding AG	Volontaire	Cash	1.387	370,0	34,1%
17/12/2015	TDK Magnetic Field Sensor G.K. <sup>1)</sup>	Micronas Semiconductor Holding AG	Volontaire	Cash	223	7,5	69,7%
03/11/2014	4T S.A.	Advanced Digital Broadcast Holdings SA	Volontaire	Cash	78	15,5	20,2%
25/09/2014	KUKA AG <sup>1)</sup>	Swisslog Holding AG	Volontaire	Cash	339	1,4	14,4%
15/09/2014	Danaher Corporation <sup>1)</sup>	Nobel Biocare Holding AG	Volontaire	Cash	2.117	17,1	6,7%
16/05/2014	Swisscom AG <sup>1)</sup>	PubliGroupe AG	Concurrente	Cash	501	214,0	73,4%
25/11/2013	Walter Fust	Tornos Holding AG	Volontaire	Cash	93	4,7	3,8%
09/10/2013	Alpine Select AG	Absolute Invest AG	Volontaire	Cash	171 <sup>2)</sup>	28,9 <sup>1)</sup>	3,3%
02/10/2013	Pharma Strategy Partners GmbH <sup>1)</sup>	Acino Holding AG	Volontaire	Cash	398	115,0	52,8%
28/06/2013	Venetos Holding AG <sup>1)</sup>	Schmolz + Bickenbach AG	Obligation	Cash	337	2,9	0,0%
31/07/2012	JSH S.A.	Bank Sarasin & Cie AG	Obligation	Cash	1.393	27,0	2,6%
08/11/2011	Toyota Industries Corporation	Uster Technologies AG	Obligation	Cash	372	44,0	39,7%
20/06/2011	Axpo Holding AG	EGL AG	Volontaire	Cash	2.244	850,0	20,8%
26/04/2011	HarbourVest Acquisition GmbH <sup>1)</sup>	Absolute Private Equity AG	Volontaire	Cash	835 <sup>2)</sup>	18,5 <sup>2)</sup>	13,8%
20/01/2011	M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments	Genolier Swiss Medical Network SA	Obligation	Cash	118	19,0	7,7%
06/12/2010	3M (Schweiz) AG <sup>1)</sup>	Winterthur Technologie AG	Volontaire	Cash	364	62,0	23,0%
28/07/2010	Adobe Systems Benelux B.V. <sup>1)</sup>	Day Software Holding AG	Volontaire	Cash	219	139,0	59,2%
04/05/2009	Aquamit B.V. <sup>1)</sup>	Quadrant AG	Volontaire	Cash	237	86,0	57,8%
15/09/2008	BASF Handels- und Exportgesellschaft mbH <sup>1)</sup>	Ciba Holding AG	Volontaire	Cash	3.453	50,0	64,3%
10/07/2008	Novartis Pharma AG	Speedel Holding AG	Obligation	Cash	1.016	130,0	80,1%
11/12/2007	LAM Research Corporation <sup>1)</sup>	SEZ Holding AG	Volontaire	Cash	639	38,0	53,8%
12/12/2007	Aktionärsgruppe von Finck	Von Roll Holding AG	Obligation	Cash	1.576	8,5	0,0%
<b>Moyenne totale</b>							<b>29,3%</b>
Médiane totale							23,0%

Note: <sup>1)</sup> Les transactions dans lesquelles l'acquéreur détenait une part inférieure à 33,3% avant l'offre publique d'achat avec l'objet de passer au-dessus du seuil de 33,3%.. <sup>2)</sup> Valeurs en USD.

Source: Commission suisse des OPA, analyse de ValueTrust.

## Transactions comparables

Détails de la transaction							Multiples sélectionnés		
Acheteur	Cible	Pays	Closing	Cible publique	VE implicite (CHF mio)	Participation acquise	LTM VE/ CA	LTM VE/EBITDA	Prime dérivée*
MásMóvil Ibercom, S.A.	Lycamobile Spain Limited	Espagne	2020	No	387	100,0%	2,7x	8,0x	n/a
T-Mobile US, Inc.	Sprint Corporation	États-Unis	2020	Yes	79.094	100,0%	2,5x	6,0x	n/m
Apax Partners LLP	Inmarsat Group Holdings plc	Royaume-Uni	2019	Yes	5.530	100,0%	3,8x	7,5x	47,1%
Socadif SA	Wifirst S.A.S.	France	2019	No	228	55,0%	4,3x	10,5x	n/a
Macquarie	KCOM Group PLC	Royaume-Uni	2019	Yes	901	100,0%	2,6x	16,9x	21,8%
Basalt Infrastructure Partners II A L.P.	Manx Telecom plc	Île de Man	2019	Yes	398	100,0%	3,7x	12,2x	19,4%
Liberty Ventures (nka:GCI Liberty, Inc.)	General Communication, Inc.	États-Unis	2018	No	2.791	100,0%	3,0x	10,3x	n/m
Tele2 AB (publ)	Com Hem Holding AB (publ)	Suède	2018	Yes	4.328	100,0%	5,1x	12,7x	15,6%
CK Hutchison Holdings Limited	Wind Tre S.p.A.	Italie	2018	No	18.813	50,0%	2,8x	7,7x	n/a
Monaco Telecom S.A.M.	MTN Cyprus Limited	Chypre	2018	No	304	100,0%	2,1x	8,0x	n/a
PFA Pension	TDC A/S	Danemark	2018	Yes	9.449	100,0%	3,0x	7,3x	30,9%
Davidson Kempner Capital Management LP	eir Limited	Irlande	2018	No	4.098	100,0%	2,7x	6,7x	n/a
EQT Partners AB; EQT Infrastructure, L.P.	Segra	États-Unis	2017	Yes	871	100,0%	4,2x	10,3x	11,1%
CenturyLink, Inc.	Level 3 Communications, Inc.	États-Unis	2017	Yes	34.548	100,0%	4,3x	13,1x	50,7%
Telia Company AB (publ)	Phonero AS	Norvège	2017	No	272	100,0%	2,1x	10,6x	n/a
BCE Inc.	Manitoba Telecom Services Inc.	Canada	2017	Yes	2.854	100,0%	3,8x	12,2x	23,3%
EQT Partners AB; EQT Infrastructure, L.P.	Delta Comfort BV	Pays-Bas	2017	No	528	100,0%	2,3x	n/a	n/a
<b>Moyenne totale</b>							<b>3,2x</b>	<b>10,0x</b>	<b>27,5%</b>
Médiane totale							3,0x	10,3x	22,5%
<b>Moyenne des acteurs du segment mobiles</b>							<b>2,8x</b>	<b>8,9x</b>	<b>21,3%</b>
Médiane des acteurs du segment mobiles							2,7x	8,0x	21,3%



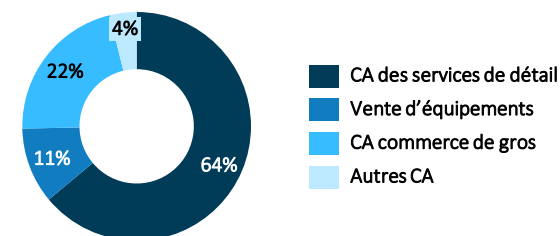
## Groupe de pairs (1/3)

## Description de la société

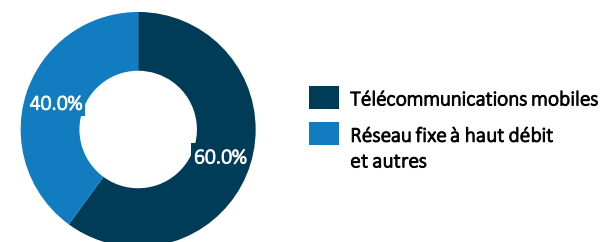
## Répartition du CA



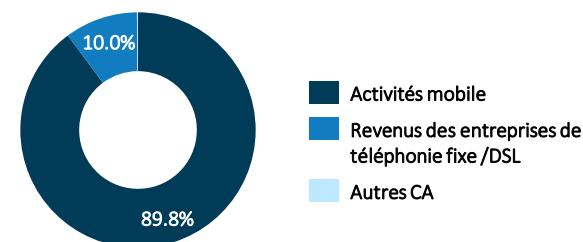
- **Orange Belgium S.A.** fournit des services de télécommunications en Belgique et au Luxembourg.
- La société fournit des services de télécommunications mobiles, d'Internet à haut débit et de télévision aux particuliers, ainsi que des services de téléphonie mobile et fixe à des entreprises et des sociétés.
- Elle vend également des produits et services de télécommunications aux particuliers par l'intermédiaire d'un réseau de 10 magasins en Wallonie et de 12 boutiques Orange à Bruxelles.



- **Elisa Corporation**, fournit des services de télécommunications et des services numériques.
- Elle opère dans les segments des Consommateurs et des Entreprises.
- La société offre ses services sous les marques Elisa, Elisa Saunalahti, Elisa Videra, Elisa Santa Monica, Elisa Automate et Elisa Smart Factory.
- Elle dessert environ 2,8 millions de consommateurs, d'entreprises et d'organisations de l'administration publique en Finlande, en Estonie et dans le monde entier.



- **Telefónica Deutschland Holding AG** fournit des solutions de télécommunication et de connectivité à des clients privés et professionnels en Allemagne.
- La société offre des services de voix, de données et de valeur ajoutée sur les réseaux de téléphonie mobile et fixe, ainsi qu'un accès aux infrastructures et aux services pour ses partenaires grossistes.
- Elle fournit également des services de Boucle Locale Dégroupée, y compris la téléphonie fixe et l'internet à haut débit, ainsi que des produits et services numériques dans les domaines de Internet of Things et de l'analyse des données.



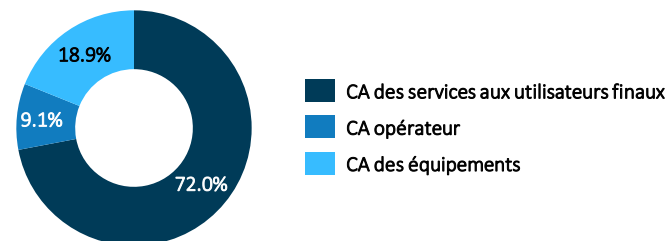
## Groupe de pairs (2/3)



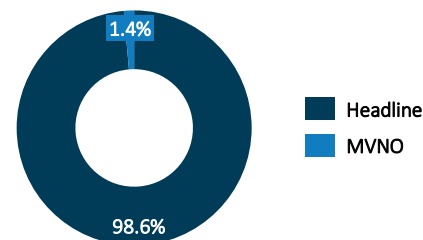
### Description de la société

- **Tele2 AB**, un opérateur de télécommunications, fournit des services de télécommunications à des clients résidentiels et professionnels.
- L'entreprise propose des services de téléphonie vocale mobile, de données sur les combinés, de messagerie et de services à valeur ajoutée, ainsi que des services mobiles à haut débit, des services fixes de téléphonie vocale et à large bande, des services de télévision et des services de téléphonie fixe et mobile.
- En 2018, Tele2 a acquis Com Hem Holding, une société de communication qui fournit des services de télévision numérique, de téléphonie fixe et de haut débit.
- Tele2 a été fondée en 1993 et son siège social est situé à Stockholm, en Suède.

### Répartition du CA



- **TalkTalk Telecom Group PLC** fournit des services de télécommunications aux consommateurs et aux entreprises au Royaume-Uni.
- Elle propose des services de fibre optique, de haut débit, de ligne fixe, de télévision et de téléphonie mobile sous les marques TalkTalk et TalkTalk Business.
- TalkTalk Telecom Group PLC a été fondé en 2002 et est basé à Salford, au Royaume-Uni.



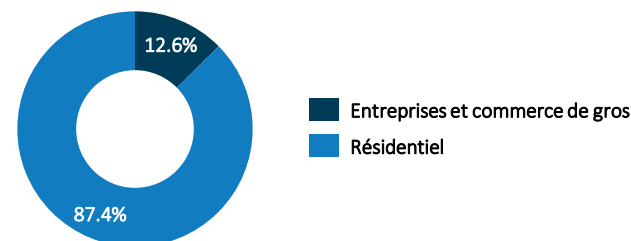
## Groupe de pairs (3/3)

## Description de la société

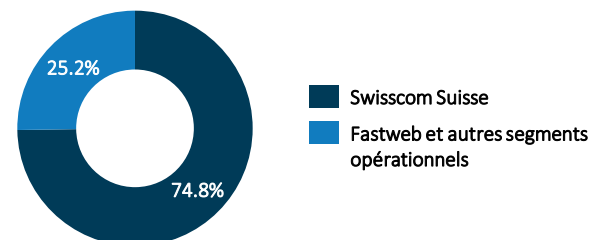
## Répartition du CA



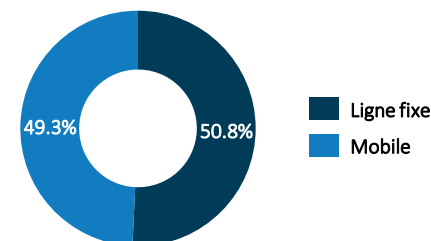
- **MásMóvil Ibercom, S.A.** fournit des services de télécommunications aux clients résidentiels, aux entreprises et aux opérateurs en Espagne. Elle opère dans trois segments : Résidentiel, Entreprises et Commerce de gros.
- Elle offre des services de connectivité fixe et mobile aux clients finaux privés, des standards téléphoniques virtuels et des services de cloud computing avec communications unifiées, des solutions de connectivité internet, des solutions VPN et des services de centres de données. La société fournit ses services sous les marques Yoigo, Pepephone, MASMOVIL, Hits Mobile Lebara et Llamaya.




- **Swisscom AG** est le leader du marché suisse des télécommunications mobiles, de la téléphonie fixe et de la télévision.
- L'entreprise occupe également une position de premier plan sur le marché dans un large éventail de secteurs d'activités informatiques et de services de réseau.
- La filiale Fastweb est un fournisseur alternatif de premier plan pour les particuliers et les entreprises sur le marché italien de la téléphonie fixe.
- Swisscom a été fondée en 1998 et son siège social est situé à Berne, en Suisse.




- **iliad S.A.** fournit des services intégrés de télécommunications fixes et mobiles en France et en Italie
- La société propose des plans d'appel VoIP, IPTV et forfaitaires, ainsi que la Freebox, une boîte multiservice sur ADSL
- Au 31 mars 2020, elle comptait 20 millions d'abonnés en France et 5,8 millions d'abonnés en Italie
- La société a été fondée en 1999 et est basée à Paris, en France.



# Perspectives macroéconomiques

## Pourcentage de variation du produit intérieur brut réel (PIB)

- En raison de la pandémie COVID-19, l'économie de la zone euro devrait se contracter fortement de -7,5% en 2020 et se redresser de 4,7% en 2021 avec la normalisation de l'activité économique, aidée par le soutien politique.
- En Suisse, le taux de croissance du PIB est passé de 2,5% à 0,6% entre 2017 et 2019. En raison de la pandémie de COVID-19, l'économie suisse devrait se contracter de -6,0% en 2020 et se redresser de 3,8% en 2021.

## Pourcentage de variation de l'indice des prix à la consommation (IPC) (Inflation)

- L'inflation devrait passer de 3,6% en 2019 à 3,0% en 2020 au niveau mondial et de 1,2% en 2019 à 0,2% en 2020 dans la zone euro. En raison de la politique budgétaire accommodante actuelle de la Banque centrale européenne, l'inflation devrait atteindre 0,9% en 2021.
- En Suisse, les prix devraient baisser à -0,4% en 2020 mais se redresser à un niveau raisonnable de 0,6% en 2021.
- Les perspectives au-delà de 2021 ne sont pas disponibles pour le PIB et l'IPC en raison des incertitudes de la COVID-19.

## Pourcentage de variation du produit intérieur brut réel

	2017	2018	2019	Estimations	
				2020	2021
<b>Monde</b>	3,9	3,6	2,9	-3,0	5,8
<b>Zone euro</b>	2,5	1,9	1,2	-7,5	4,7
<b>Suisse</b>	2,5	1,5	0,6	-6,0	3,8

## Pourcentage de variation de l'indice des prix à la consommation

	2017	2018	2019	Estimations	
				2020	2021
<b>Monde</b>	3,2	3,6	3,6	3,0	3,3
<b>Zone euro</b>	1,5	1,8	1,2	0,2	1,0
<b>Suisse</b>	1,7	2,0	1,3	-0,4	0,6

En tenant compte de

- la saturation générale du marché de la téléphonie mobile en Suisse,
  - les perspectives macroéconomiques globales avec des taux sans risque négatifs,
  - et les incertitudes actuelles de COVID-19 pour l'avenir,
- un TVGR de 0,3 – 0,5% a été déterminé comme étant approprié pour Sunrise.

# Liste des abréviations

<b>%</b>	Pourcentage	<b>etc</b>	Et cetera
<b>Ø</b>	Moyenne	<b>UE</b>	Union Européenne
<b>5G</b>	Fifth Cinquième génération	<b>Ex.</b>	Exemple
<b>AG</b>	Aktiengesellschaft (Stock corporation)	<b>FCF</b>	Free Cash Flow
<b>Abs.</b>	absolu	<b>FP</b>	Fonds propres
<b>ARPU</b>	Average revenue per user (revenu moyen par client)	<b>FttH</b>	Fiber to the home
<b>B2B</b>	Business-to-Business	<b>FY</b>	Financial year (exercice financier)
<b>B2C</b>	Business-to-Consumer	<b>ICT</b>	Technologies de l'information et de la communication
<b>CA</b>	Chiffre d'affaires	<b>IFRS</b>	International Financial Reporting Standards
	Compound annual growth rate (taux de croissance annuel moyen)	<b>IP</b>	Internet Protocol
<b>CAGR</b>		<b>IPC</b>	Indice des prix à la consommation
<b>Capex</b>	Capital expenditure (dépenses d'investissement)	<b>IPTV</b>	Internet Protocol Television
<b>CAPM</b>	Capital asset pricing model	<b>IT</b>	Informatique
<b>CCO</b>	Chief Commercial Officer	<b>KPI</b>	Indicateurs clés de performance
<b>CEO</b>	Chief Executive Officer	<b>LTE</b>	Long Term Evolution
<b>CFO</b>	Chief Financial Officer	<b>M&amp;A</b>	Mergers and acquisitions
<b>CHF</b>	Francs suisses	<b>MCAP</b>	Capitalisation boursière
<b>COPA</b>	Comission suisse des OPA	<b>mia</b>	Milliards
<b>CYO</b>	Chief YOL Officer	<b>mio</b>	Millions
<b>DACH</b>	Allemagne, Autriche et Suisse	<b>MNO</b>	Mobile network operator
<b>DCF</b>	Discounted cash flow	<b>MVNO</b>	Mobile virtual network operator
<b>DDM</b>	Discounted Dividend Model	<b>MRP</b>	Market risk premium (prime de risque de marché)
<b>EBIT</b>	Earnings before interest and taxes	<b>NOPLAT</b>	Net operating profit less adjusted taxes
<b>EBITDA</b>	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization	<b>NPS</b>	Net promoter score
		<b>NPV</b>	Net present value
<b>Env.</b>	Environ		Organisation de coopération et de développement économiques
		<b>OECD</b>	

## Liste des abréviations (suite)

OIMF-FINMA	Ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers
OPA	Offre publique d'achat
OpFCF	Operating free cash flow (flux de trésorerie opérationnelle)
OTT	Over-the-top content
p.	page
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petite ou moyenne entreprise
pp.	Point de pourcentage
RGU	Revenue Generating Unit
RH	Ressources humaines
SLI	Swiss Leader Exchange
SMS	Short Message Service
TVGR	Taux de croissance de la valeur terminale
US	United States
VE	Valeur d'entreprise
VoIP	Voice over internet protocol
Vs.	Versus
VT	Valeur terminale
VWAP	Volume Weighted Average Price (prix moyen pondéré par les volumes)
WACC	Weighted average cost of capital (coût moyen pondéré du capital)

## Disclaimer

# S&P Global Market Intelligence

“Reproduction of any information, data or material, including ratings (“Content”) in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers (“Content Providers”) do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.”

# VALUETRUST

Follow us:

