

Fairness Opinion Valora

Évaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'achat par Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A. de C.V. pour les actions en circulation de Valora Holding SA

Zurich, le 4 juillet 2022

Fairness Opinion Valora

Contenu

1	Introduction	Page 4
2	Description de l'entreprise et analyse du marché	Page 9
3	Évaluation	Page 22
4	Appréciation	Page 40
5	Annexes	Page 43

Fairness Opinion Valora

I Introduction

I.1	Contexte	Page 4
I.2	Notre mission	Page 5
I.3	Procédure	Page 6
I.4	Sources	Page 7

I Introduction

I.1 Contexte



Valora est un groupe de commerce de détail leader coté à la bourse SIX Swiss Exchange

Valora Holding SA («Valora» ou «l'entreprise») est une entreprise de vente au détail établie en Suisse et active dans les domaines du Retail et du Food Service. Dans le segment du Retail, l'entreprise exploite avec k kiosk, avec, ServiceStore DB, cigo, U-Store et P&B des formats de vente de petite surface dans lesquels sont vendus des produits de tabac, de presse et de Convenience/Food pour les besoins quotidiens. Avec des formats connus tels que Brezelkönig, Ditsch, Backwerk, Back-Factory et Caffè Spettacolo, Valora dispose dans le domaine du Food Service d'un vaste réseau de points de vente de produits de boulangerie ainsi que de petits repas et en-cas à l'emporter. Grâce à ses propres sites de production de produits à base de pâte à bretzel en Europe et aux Etats-Unis, Valora approvisionne aussi bien son propre réseau B2C que ses clients dans le domaine B2B, profitant ainsi de sa chaîne de valeur intégrée.

Au total, l'entreprise est présente sur quelque 2'700 sites très fréquentés en Suisse, en Allemagne, en Autriche, au Luxembourg et aux Pays-Bas. Le réseau de Valora emploie en tout environ 15'000 collaborateurs.

Le siège principal de Valora se trouve à Muttenz. Au cours de l'exercice annuel («EA») 2021, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires net de CHF 1.8 milliard et un EBITDA (avant IFRS 16) de CHF 84.5 millions. Les actions Valora sont cotées à la bourse SIX Swiss Exchange («SIX») depuis le 2 août 1996. Au 4 juillet 2022, la capitalisation boursière de l'entreprise s'élevait à CHF 749.5 millions. Le capital-actions de Valora se compose de 4'390'000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 1.00 chacune.¹

Le 4 juillet 2022, Valora et Fomento Economico Mexicano, S.A.B. de C.V. («FEMSA») ont conclu une convention de transaction, en vertu de laquelle FEMSA s'engage, respectivement fait en sorte qu'une filiale s'engage à soumettre une offre publique d'acquisition («l'offre») portant sur toutes les actions nominatives de Valora en mains du public. L'offre a été préalablement annoncée par FEMSA le 5 juillet 2022 après la signature de la convention de transaction et avant l'ouverture du négoce à la SIX. Le prix offert s'élève à CHF 260.0 en espèces par action Valora («le prix de l'offre»).

¹ Sources: SIX Swiss Exchange et informations fournies par la direction de Valora.

I.2 Notre mission

La présente Fairness Opinion contient une analyse d'évaluation indépendante de Valora

En date du 1^{er} mai 2022, IFBC AG («IFBC») a été mandatée par le Conseil d'administration («CA») de Valora pour établir une Fairness Opinion indépendante destinée à évaluer l'adéquation financière du prix de l'offre. Ce rapport a été établi exclusivement dans le but de soutenir le Conseil d'administration de Valora dans l'évaluation de l'offre. La présente Fairness Opinion ne peut être utilisée qu'aux fins de l'évaluation financière de l'offre par le Conseil d'administration de Valora. Toute utilisation à d'autres fins est exclue. En particulier, la Fairness Opinion ne constitue pas une recommandation aux actionnaires du public d'accepter ou de refuser l'offre.

IFBC est un Corporate Finance Advisor indépendant et ne perçoit aucune indemnité en fonction des résultats de l'évaluation ni du succès de la transaction

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

En établissant la Fairness Opinion, IFBC a présumé que les informations fournies par la direction de Valora étaient exactes et complètes. En outre, nous partons du principe que les informations reçues ont été préparées de manière professionnelle et de bonne foi, et qu'elles correspondent ainsi à la meilleure estimation actuelle de la direction de Valora. La responsabilité d'IFBC se limite à l'évaluation et au contrôle de vraisemblance diligents et professionnels des informations mises à disposition et des calculs. En particulier, IFBC n'a effectué ni révision au sens du droit de la société anonyme ni due diligence.

La date de l'évaluation est le 4 juillet 2022

Les résultats de nos analyses d'évaluation indépendantes ont été remis au CA de Valora le 4 juillet 2022 avant l'annonce de l'offre par FEMSA le 5 juillet 2022. L'évaluation se base sur le business plan actuel, approuvé par le CA en date du 1^{er} mai 2022, ainsi que sur les comptes annuels de Valora au 31 décembre 2021. La direction de Valora confirme en outre qu'il n'y a pas eu d'événements ou de transactions importants entre le 31 décembre 2021 et la publication du présent rapport d'évaluation qui n'ont pas été pris en compte dans les prévisions actuelles pour l'EA 2022 et dans le business plan pertinent. Ainsi, l'acquisition récemment annoncée du fast-casual food service provider Frittenwerk («Frittenwerk») ainsi que la reprise de 71 magasins de stations-service supplémentaires d'Oel-Pool («Oel-Pool Shops») en avril 2023 ont également été prises en compte dans l'évaluation.

1.3 Procédure

L'appréciation de l'adéquation financière de l'offre effectuée par Impulsora de Marcas e Intangibles, S.A. de C.V. («Impulsora» ou «l'offrant») à l'intention des actionnaires de Valora se fonde sur des considérations d'évaluation d'IFBC. Celles-ci se basent sur les analyses suivantes, qui sont décrites en détail dans le présent rapport:

- Analyse des activités commerciales de l'entreprise, de ses offres de services et de sa stratégie, ainsi que de l'environnement actuel du marché
- Analyse des chiffres financiers historiques
- Évaluation du business plan approuvé par le CA de Valora
- Évaluation de l'entreprise et calcul de la valeur par action sur la base des méthodes d'évaluation suivantes:
 - Méthode du Discounted Cashflow
 - Méthode Trading Multiples
 - Méthode Transaction Multiples
- Analyse du cours de l'action et examen des attentes des analystes

L'évaluation de l'adéquation financière de l'offre de Impulsora à l'intention des actionnaires de Valora est effectuée sans prendre en compte les aspects fiscaux ou juridiques individuels des différents investisseurs, ni d'autres situations spécifiques. Par conséquent, seules des réflexions générales sur l'adéquation financière de l'offre valables pour tous les actionnaires du public sont possibles dans le cadre de cette Fairness Opinion.

I.4 Sources

Notre évaluation se fonde sur l'analyse des sources suivantes:

- Rapports annuels révisés de Valora (consolidés) pour les EA 2017 à 2021
- Le business plan approuvé par le Conseil d'administration de Valora le 1^{er} mai 2022
- Les business plans approuvés par le Conseil d'administration de Valora le 31 mai 2022 et le 19 mai 2022 concernant les acquisitions de Frittenwerk et des Oel-Pool Shops
- Informations et hypothèses actuelles de la direction de Valora
- Données financières et données relatives aux marchés des capitaux d'une sélection d'entreprises comparables (source: Refinitiv Eikon)
- Données relatives à une sélection de transactions fondées sur des informations accessibles au public (source: Refinitiv Eikon)
- Autres informations accessibles au public
- Entretiens avec les organes de direction pertinents de Valora

Fairness Opinion Valora

2 Description de l'entreprise et analyse du marché

2.1	Présentation de Valora	Page 9
2.2	Modèle d'affaires de Valora	Page 10
2.3	Chiffres clés financiers historiques de Valora	Page 15
2.4	Analyse du marché	Page 19

2 Description de l'entreprise et analyse du marché

2.1 Présentation de Valora

Valora est un groupe de commerce de détail international actif dans les domaines du Retail et du Food service

Valora est une entreprise de vente au détail basée à Muttenz (CH) active au niveau international dans les domaines du Retail et du Food Service. Dans le segment du Retail, l'entreprise exploite avec k kiosk, avec, ServiceStore DB, cigo, U-Store et P&B des concepts de magasins de petite surface dans des lieux à forte fréquentation permettant de vendre des produits de tabac, de presse et de Convenience/Food pour les besoins quotidiens. Avec des formats connus tels que Brezelkönig, Ditsch, Backwerk, Back-Factory et Caffè Spettacolo, Valora dispose en outre dans le segment du Food Service d'un vaste réseau de points de vente de produits de boulangerie et de petits repas à l'emporter. Grâce à ses propres sites de production de produits à base de pâte à bretzel en Europe et aux États-Unis, Valora approvisionne aussi bien son propre réseau B2C que ses clients dans le domaine B2B, profitant ainsi de sa chaîne de valeur intégrée. Au total, l'entreprise est présente sur quelque 2'700 sites très fréquentés en Suisse, en Allemagne, en Autriche, au Luxembourg et aux Pays-Bas. Le réseau de Valora emploie en tout environ 15'000 collaborateurs.



Le siège principal de Valora se trouve à Muttenz, Suisse.



L'activité opérationnelle de Valora est divisée en deux segments: Retail et Food Service.



Ernst Peter Ditsch est l'actionnaire le plus important, et détient avec sa participation 16.9% des actions de Valora.²



Au 4 juillet 2022, la capitalisation boursière s'élevait à CHF 749.5 millions pour 4'382'911 actions en circulation et un cours de l'action de CHF 171.0.³

² Source: SIX Swiss Exchange – actionnaires importants, au 4 juillet 2022.

³ Sources: SIX Swiss Exchange et informations fournies par la direction de Valora, au 4 juillet 2022.

2.2 Modèle d'affaires de Valora

2.2.1 Stratégie

L'activité commerciale de Valora se subdivise en deux secteurs: le Retail et le Food Service

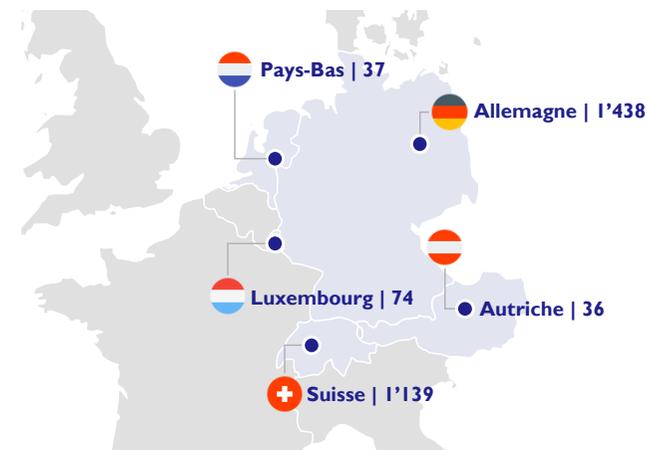
D'une manière générale, l'activité opérationnelle de Valora se subdivise en deux unités de reporting distinctes.

Dans le segment du Retail, Valora exploite des systèmes de marketing et de distribution pour les articles de presse, les produits du tabac et les biens de consommation courante et les achats spontanés. Le portefeuille de marques de ce segment comprend kiosk, cigo, avec, Press & Books, U-Store et service-Store DB. Au total, près de 83% du chiffre d'affaires net total de l'exercice annuel 2021 («EA») a été réalisé dans le segment du Retail.

Au sein du segment Food Service, Valora dispose d'une chaîne de création de valeur intégrée qui englobe toutes les phases, de la production jusqu'à la distribution des bretzels maison ainsi que d'autres produits de boulangerie. Fin 2021, Valora exploitait au total 16 lignes de production en Suisse, en Allemagne et aux États-Unis et a produit environ 730 millions de pièces de produits de boulangerie durant l'EA 2021. La distribution des articles de boulangerie s'effectue aussi bien par les canaux B2B que B2C. Outre la vente aux grossistes, l'entreprise livre à ses propres formats de vente de Food Service tels que Brezelkönig, Ditsch et BackWerk.

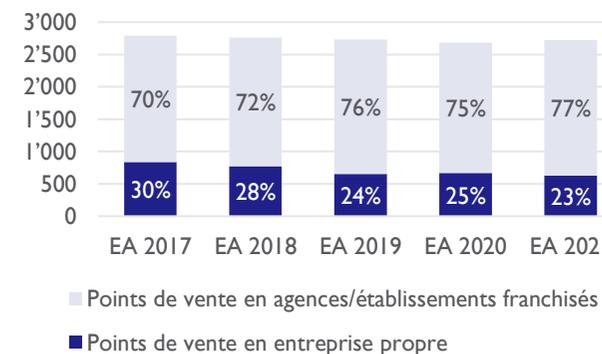
Fin 2021, ces deux segments comprenaient un réseau de 2'724 points de vente au total en Suisse, en Allemagne, au Luxembourg, en Autriche et aux Pays-Bas. Un peu plus de 75% de ces points de vente sont exploités sous forme d'agences et par des franchisés. Durant l'EA 2021, près de 15'000 collaborateurs étaient employés au sein du réseau de Valora.

Réseau de points de vente Valora EA 2021



Source: informations de la direction de Valora.

Nombre de points de vente de Valora



Source: informations de la direction de Valora.

Stratégie multiforme

Dans le cadre de son positionnement sur le marché, Valora se concentre sur la «Foodvenience», une combinaison de Retail/Convenience et de Food Service. Dans ce contexte, l'entreprise poursuit une stratégie multiforme, avec actuellement douze différents formats de vente sur des sites à haute fréquentation en Suisse, en Allemagne, en Autriche, au Luxembourg et aux Pays-Bas. En fonction des conditions locales, de la fréquentation des clients et de l'étendue de la surface de vente disponible, les formats utilisés sur les différents sites se différencient en fonction de leur part de produits alimentaires et de produits frais, ainsi que par leur degré de spécialisation. Les différents formats permettent de répondre de manière ciblée aux besoins des consommateurs.

Formats de vente de Valora⁴



Source: informations de la direction de Valora.

Extension prévue du réseau de points de vente et de l'assortiment

Valora identifie des opportunités de croissance considérables dans les segments du Retail et du Food Service. D'une part, le réseau des points de vente sera encore développé à l'avenir. Alors que dans le secteur du Retail, l'accent est mis en particulier sur les formats Convenience avec et ServiceStore DB, l'entreprise voit un important potentiel de croissance dans le secteur du Food Service en raison de la création de nouveaux sites et de la présence shop-in-shop, en particulier chez BackWerk. D'autre part, l'accent est mis sur le renforcement de l'attractivité de l'offre, avec une attention particulière pour le développement de la catégorie Food à forte marge. Dans ce contexte, les produits régionaux, végétariens et végétans, le commerce équitable et les produits bio gagnent de plus en plus en importance.

Utilisation complémentaire des surfaces de vente de détail pour des sources de revenus alternatives

En outre, l'utilisation des surfaces de vente de détail et les sources de chiffre d'affaires qui y sont liées sont de plus en plus variées. D'une part, les sites vont être transformés en centres de services complets. Cela permettra, entre autres, de retirer ou de déposer davantage de colis sur les points de vente et d'acheter des billets pour les transports publics tels que les bus ou les chemins de fer. D'autre part, les points de vente seront mis à la disposition des fabricants et des fournisseurs de manière accrue en tant que surface promotionnelle pour les activités de marketing.

⁴ BackWerk, y compris Back-Factory.

Concepts de magasins autonomes pour les achats à toute heure du jour et de la nuit

Dans le contexte de la numérisation croissante, Valora reconsidère et élargit continuellement la conception de ses propres points de vente. L'entreprise mise de plus en plus sur des points de vente semi-autonomes, voire entièrement autonomes, ainsi que sur des distributeurs automatiques de snacks indépendants, ce qui s'inscrit dans la philosophie de plus en plus répandue de Convenience de la clientèle et de son besoin de possibilités d'achat à toute heure du jour et de la nuit. Grâce au renforcement supplémentaire de leurs propres canaux de commerce électronique, les clients peuvent en outre recourir à une offre en ligne en augmentation dans les domaines Food et Non-Food et faire leurs achats confortablement depuis leur domicile.

Renforcement de l'intégration verticale et du domaine B2B

Avec ses marques propres ok.- et Caffè Spettacolo ainsi que sa propre production de produits de boulangerie à base de pâte à bretzel, Valora perçoit dans l'intégration verticale un avantage concurrentiel décisif. C'est pourquoi elle prévoit de renforcer encore à l'avenir la part des marques propres dans le mix de produits et de développer davantage le commerce de boulangerie B2B.

2.2.2 Formats de vente dans le segment Retail

The logo for 'avec' is written in a bold, lowercase, pink sans-serif font.

Format Convenience moderne spécialement conçu pour les sites à haute fréquentation tels que les gares ou les stations-service. La part de l'offre de produits alimentaires et de produits frais dans l'ensemble du portefeuille de produits est supérieure à la moyenne et comprend des produits locaux et régionaux. Avec l'«avec box» autonome et sans caisse et les magasins «avec 24/7», avec offre des solutions pratiques supplémentaires pour les courses du quotidien. Les magasins 24/7 sont exploités de nuit et le dimanche de manière autonome et sans personnel.

The logo for 'kiosk' features a blue rectangular background with the word 'kiosk' in white lowercase letters, where the 'k' is red.

Leader du marché du kiosque avec une part croissante de produits alimentaires et de boissons. L'assortiment principal comprend des produits du tabac, les loteries, les en-cas et les produits de presse. En outre, un service «pick-up/drop-off» est proposé pour les colis postaux. En 2022, jusqu'à 300 automates de vente kiosk seront en outre installés dans toute la Suisse afin de renforcer davantage la disponibilité temporelle de l'offre. Les points de vente sont exploités en tant que points de vente propres, agences et selon un modèle de franchise.

The logo for 'ServiceStore DB' has a red rectangular background with 'ServiceStore' in white and 'DB' in a white box on the right.

Principal fournisseur de produits de boulangerie frais sur les sites de la Deutsche Bahn, avec une gamme large et flexible de snacking et une part croissante de produits frais. La vaste offre de produits de boulangerie cuits sur place, de sandwiches, de boissons réfrigérées et de produits du tabac de ServiceStores DB, s'adresse notamment aux pendulaires et aux voyageurs sur de longues distances.



Convenience Stores classiques dans les gares métropolitaines allemandes et les stations de bus à forte fréquentation. Outre le ravitaillement pour les déplacements, les points de vente exploités exclusivement en système de franchises proposent notamment des billets pour les bus et les chemins de fer.



Format de kiosque focalisé sur un large assortiment de produits du tabac. Les produits de presse et les services pour les besoins quotidiens tels que les services postaux complètent l'offre. Le choix des sites se limite en particulier aux centres commerciaux et aux zones de pré-caisse dans le commerce de détail de denrées alimentaires.



Leader du marché de la librairie situés aux carrefours de voies de communications les plus importants en Allemagne, avec environ 160 succursales. En Suisse, Press & Books dispose notamment de points de vente à l'aéroport de Zurich. Outre un large choix de livres, l'offre comprend plus de 11'000 journaux et revues de divers pays et dans de nombreuses langues. Un service de retrait est en outre proposé pour les produits commandés dans la boutique en ligne.

2.2.3 Formats de vente dans le segment Food Service



Vente de produits à base de pâte à bretzel de haute qualité tels que bretzels, baguettes, croissants, hot-dogs et certaines créations de sandwich pour les en-cas quotidiens. Le spécialiste suisse des bretzels fait fabriquer à la main ses articles de boulangerie à Emmenbrücke, dans le canton de Lucerne. Les produits sont ensuite fraîchement cuits au four dans les points de vente et transformés en sandwichs ou hot dogs.



Super Guud propose un concept tendance de snacking pour les pendulaires urbains. Un assortiment frais de sandwichs et de salades ainsi que de boissons chaudes et froides est proposé sur les trois sites actuels des gares de Zurich et de Bâle.



La marque Caffè Spettacolo incarne le concept d'un bar à café au charme italien. Avec 30 sites dans toute la Suisse, Caffè Spettacolo est la plus grande chaîne de bar à café italien de Suisse, à savoir un lieu où sont proposés des torrifications de café uniques, le savoir-faire Barista ainsi que des mets italiens salés et sucrés.

BACK-FACTORY



BackWerk est le plus grand traiteur allemand dans le domaine de la boulangerie et incarne, selon ses dires, le véritable inventeur de la boulangerie en libre-service. BackWerk est l'un des leaders du marché européen dans ce domaine en raison de la diversité de son offre de snacks et de restauration, qui est adaptée à la fois aux régions et aux saisons. L'acquisition de Back-Factory à l'automne 2021 et des quelque 80 points de vente qui y sont liés renforceront encore le positionnement de Backwerk à l'avenir.



Ditsch est une marque de tradition. Depuis 1919, des produits de boulangerie à base de pâte à bretzel sont fabriqués sous le nom de Ditsch. Aujourd'hui, Ditsch se positionne notamment dans les gares en Allemagne et distribue, outre ses spécialités à base de pâte à bretzel, des snacks à base de pizza ainsi que des boissons chaudes et froides. Les produits à base de pâte à bretzel sont fabriqués dans les propres usines de production allemandes de la marque et fraîchement cuits au four sur place.

2.3 Chiffres clés financiers historiques de Valora

Événements clés récents

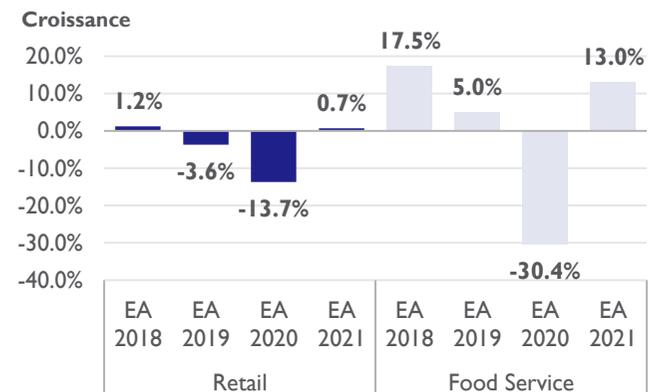
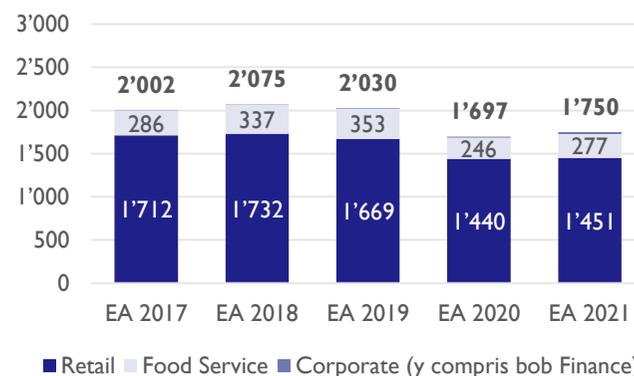
L'histoire récente de Valora a été marquée notamment par les événements clés suivants:⁵

- Les exercices 2020 et 2021 ont été fortement influencés par le COVID-19. Entre-temps, les décisions des autorités visant à endiguer le virus ont sensiblement réduit la fréquentation des clients et, en particulier, la demande de repas à l'emporter, ce qui a pesé négativement sur le chiffre d'affaires ainsi que sur le résultat opérationnel de Valora. En raison de la très faible fréquentation des clients pendant les mois de confinement, Valora a été contrainte de limiter fortement les heures d'ouverture des points de vente, voire de les fermer complètement entre-temps.
- Malgré un environnement économique difficile, Valora a poursuivi ses propres priorités stratégiques au cours des deux derniers exercices marqués par le COVID-19. C'est notamment dans ce contexte que 440'000 actions Valora supplémentaires ont été placées à la bourse SIX en novembre pour un prix de CHF 158. Le produit brut du placement d'actions s'est élevé à environ CHF 70 millions.
- Au cours de l'exercice 2020, outre l'achèvement de l'extension de la capacité B2B pour la production de produits de boulangerie à base de pâte à bretzel en Allemagne et aux États-Unis, de nombreux points de vente ont été transformés, modernisés et soumis à un rebranding dans certain cas, à la suite de l'appel d'offres remporté par l'entreprise, qui avait été lancé par les chemins de fer fédéraux suisses («CFF»). La modernisation dans le cadre des transformations initiées par les CFF se poursuit et devrait être achevée pour l'essentiel d'ici à fin 2022.
- Le suivi systématique et la mise en œuvre progressive de sa propre stratégie en matière de restauration se sont également traduits ces derniers temps par la mise en place de concepts de points de vente hybrides et autonomes. En outre, en acquérant Back-Factory au 4^e trimestre 2021, Valora a accru sa propre présence sur le marché allemand et fait depuis lors partie des cinq plus grandes entreprises de restauration d'Allemagne.
- Grâce à un partenariat avec la société de carburant Moveri, l'accès à 39 autres sites attractifs de Convenience en Suisse a été ouvert mi-2021. Selon l'annonce effectuée à la mi-juin 2022, cette coopération sera encore intensifiée à l'avenir. Vraisemblablement à partir d'avril 2023, Valora reprendra 71 shops de stations-service d'Oel-Pool et les transformera progressivement en boutiques *avec*.
- En outre, début juin 2022 déjà, l'entreprise est entrée sur le marché en plein essor du Fast-Casual, avec l'acquisition du format allemand tendance Frittenwerk. Valora élargit ainsi sa propre activité dans le domaine du Food Service, exploitée jusqu'ici majoritairement en format Take Away, en direction d'un concept de gastronomie événementielle.

⁵ Source: communiqués de presse de Valora.

Evolution historique du chiffre d'affaires net

Évolution historique du chiffre d'affaires net de Valora par segment (en millions de CHF)

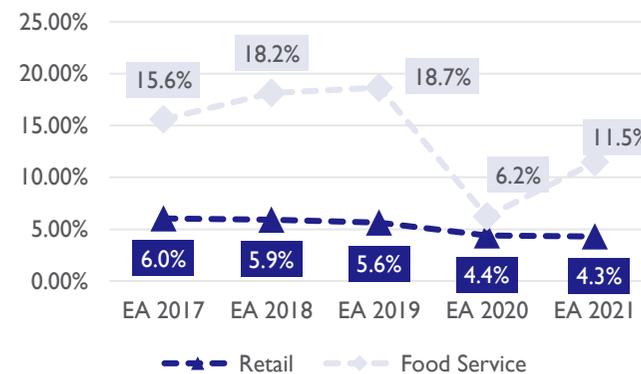
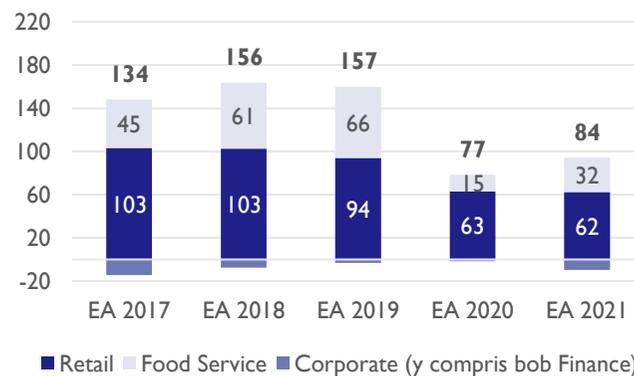


Source: rapports annuels et informations fournies par la direction de Valora.

Au niveau sectoriel, les formats de Food Service ont été nettement plus durement touchés par la pandémie de COVID-19, car les besoins en restauration pour les personnes en déplacement a considérablement diminué. En comparaison directe, le secteur du Retail s'est montré nettement plus résistant. L'élargissement du portefeuille de produits et la diversification du réseau de points de vente ont permis de contrer l'influence négative des changements intervenus entre-temps dans les comportements en matière de consommation et de mobilité. Alors que le chiffre d'affaires net du segment Food Service a reculé de 30.4% durant l'EA 2020, le recul du chiffre d'affaires du secteur Retail a pu être limité à 13.7% durant la même période. Grâce aux progrès en matière de vaccination au cours de l'année 2021 et aux assouplissements croissants des mesures, une reprise rapide a été enregistrée, en particulier dans la catégorie Food. Dans ce contexte, le chiffre d'affaires net du secteur Food Service a augmenté de 13.0% durant l'EA 2021 par rapport à l'exercice précédent.

Evolution historique de l'EBITDA

Évolution historique de l'EBITDA et de la marge EBITDA (avant IFRS 16) de Valora par segment (en millions de CHF)



Source: rapports annuels et informations fournies par la direction de Valora.

Les conséquences de la baisse de la demande dans le secteur Food à forte marge se reflètent également au niveau du résultat opérationnel. Alors que Valora a réalisé un EBITDA (avant IFRS 16) de CHF 157 millions durant l'exercice 2019, cette valeur a diminué de moitié environ en 2020. Bien que les activités de détail aient également subi une pression sur les marges, l'exposition plus élevée des formats Food Service aux conséquences des mesures prises par les autorités se reflète également sur l'évolution des marges. Dans le domaine du Retail, la marge EBITDA a baissé d'environ 120 points de base à fin 2020 pour atteindre 4.4%. En même temps, la rentabilité opérationnelle du secteur Food Service a diminué d'environ deux tiers au cours de la même période. Grâce à la reprise du chiffre d'affaires au cours de l'année dernière, la marge EBITDA (avant IFRS 16) dans le domaine du Food Service a déjà pu être nettement augmentée pour l'exercice 2021.

Autres KPI historiques de Valora

en millions de CHF	EA 2017	EA 2018	EA 2019	EA 2020	EA 2021
Chiffre d'affaires net	2'002	2'075	2'030	1'697	1'750
Croissance du chiffre d'affaires net en %	-4.5%	3.7%	-2.2%	-16.4%	3.1%
EBITDA (avant IFRS 16)	134	156	157	77	84
Marge EBITDA (avant IFRS 16)	6.7%	7.5%	7.7%	4.5%	4.8%
CAPEX	-32	-67	-86	-59	-37
En % du chiffre d'affaires net	-1.6%	-3.2%	-4.2%	-3.5%	-2.1%
ACN opérationnel	45	69	53	26	32
En % du chiffre d'affaires net	2.3%	3.3%	2.6%	1.5%	1.8%
Endettement net (net debt)¹⁾	246	359	321	212	209
Fonds propres (valeur comptable)	738	614	626	685	677

1) Avant IFRS 16

Source: rapports annuels et informations fournies par la direction de Valora.

Les investissements nets («CAPEX») hors activités M&A ont augmenté entre l'EA 2017 et l'EA 2019, passant de CHF 32 millions à CHF 86 millions. Par rapport au chiffre d'affaires net, les CAPEX ont donc augmenté de manière supérieure à la moyenne. En raison de l'éclatement de la pandémie de COVID-19 et du contexte économique difficile y relatif, le volume des investissements a été récemment réduit en conséquence. Néanmoins, les priorités stratégiques ont été poursuivies par la prise de décisions d'investissement ciblées. Celles-ci concernent notamment l'accroissement de la capacité de production de produits de boulangerie à base de pâte à bretzel en Allemagne et aux États-Unis, ainsi que la transformation ou la modernisation de nombreux points de vente dans le cadre de l'appel d'offres lancé par les chemins de fer fédéraux suisses («CFF») et remporté par l'entreprise. En outre, lors de l'EA 2021, celle-ci a effectué une importante acquisition avec le rachat de Back-Factory (non compris dans les CAPEX).

Malgré la situation financière difficile durant la pandémie de COVID-19, Valora a été en mesure, notamment grâce à une augmentation de capital de CHF 70 millions et à la renonciation à la distribution de dividendes pour les exercices 2019 et 2020, de maintenir la stabilité de la structure du bilan dans l'exercice 2021, tout en réduisant l'endettement net (hors dettes de leasing selon IFRS 16) d'environ un tiers par rapport au niveau d'avant crise, soit à CHF 209 millions.

2.4 Analyse du marché

Le marché mondial Convenience Food

Tout, à tout moment et partout – Le marché du Convenience est en plein essor. En cette époque où tout va très vite, les consommateurs recherchent des solutions pratiques et confortables dans tous les domaines de la vie.⁶ Le marché mondial du Convenience a été estimé à un peu plus de USD 2.2 billions en 2021. Pour les années 2022 à 2028, un taux de croissance annuel moyen («CAGR») de 5.6% est prévu, ce qui porterait le marché à USD 3.1 billions à la fin de la période considérée.⁷ Un mode de vie de plus en plus stressant, des revenus plus élevés, l'urbanisation croissante associée à un nombre en augmentation de ménages composés d'une ou deux personnes ainsi que le glissement général de la pyramide des âges constituent des facteurs clés du futur potentiel de croissance de l'ensemble de la branche. Dans le domaine de la restauration, les produits «ready to eat» gagnent de plus en plus en importance. Bien que la demande de repas rapides, que ce soit à la maison, sur le lieu de travail ou en déplacement, ne cesse de croître, les produits de Convenience Food doivent répondre à des exigences toujours plus élevées en matière de fraîcheur, de santé et de durabilité.⁸ Avec l'éclatement de la pandémie de COVID-19, les tendances générales du marché se sont accentuées. La prise de conscience relative à la nécessité d'une alimentation saine et de produits durables est plus présente que jamais. Les formats de vente de Convenience de petite surface sont volontairement privilégiés afin d'éviter les rassemblements excessifs de personnes, sans devoir pour autant renoncer à des produits de consommation courante.⁹

Les formats de vente autonomes, une promesse de succès à bien des égards

La demande de la société pour des solutions numériques et sans contraintes de temps ne cesse de croître. La demande des consommateurs en possibilités d'achat «24 heures sur 24» exige des solutions novatrices en raison du cadre législatif. D'une part, les formats de vente qui fonctionnent de manière autonome pouvant être consultés via des applications et dans lesquels le paiement est effectué individuellement au moyen d'appareils de lecture de cartes constituent la clé du succès. D'autre part, les canaux de vente en ligne et les services de livraison à domicile constituent, au moins depuis le début de la pandémie, une alternative tout aussi essentielle pour atteindre les consommateurs finaux. Les nouveaux modèles de vente sont également intéressants du point de vue de la gestion des coûts, car les besoins en personnel sont en principe plus faibles. En ce qui concerne les frais de personnel, il faut s'attendre à ce que le commerce de détail soit confronté à l'avenir à une pression accrue sur les marges. La récente hausse des taux d'inflation aux États-Unis et en Europe, ainsi que le relèvement légal des salaires minimums auront tendance à entraîner une hausse des coûts salariaux. La pression sur les marges opérationnelles pourrait s'accroître,

⁶ Source: Deloitte, Convenience – Anything, Anytime, Anywhere, juillet 2020.

⁷ Source: Grand View Research, Convenience Stores Market Size & Analysis Report 2028.

⁸ Source: Deloitte, Convenience – Anything, Anytime, Anywhere, juillet 2020; IndustryARC, Convenience Food Retail Market – Forecast 2022 – 2027.

⁹ Source: McKinsey & Company & Eurocommerce, Disruption & Uncertainty, The state of grocery retail 2021.

car les consommateurs misent de plus en plus sur des produits de haute qualité, durables mais néanmoins bon marché.¹⁰

Conséquences des interdictions de la publicité pour le tabac

Bien que les Convenience Stores misent de plus en plus sur le développement de l'offre alimentaire, la vente de cigarettes et de produits du tabac constitue une source de chiffre d'affaires centrale pour ces formats de vente. D'une manière générale, les principaux marchés de Valora affichent des tendances stables ou légèrement à la baisse en ce qui concerne la consommation de tabac. Avec le «oui» à l'initiative populaire pour la protection des enfants et des jeunes contre la publicité pour le tabac en Suisse, ce recul pourrait encore s'accélérer à l'avenir en raison de la diminution du nombre de nouveaux fumeurs, car le comportement de consommation est en principe corrélé de manière positive aux impulsions publicitaires. Les conséquences potentielles du débat politique ne se limitent toutefois pas à la Suisse, car la publicité pour le tabac est également interdite dans les pays de l'UE dans la presse écrite, à la radio et à la télévision. En fin de compte, il faut s'attendre à une influence marginale à court terme, car les effets ne se feront sentir qu'avec l'arrivée des nouvelles générations.¹¹

¹⁰ Source: Ministère fédéral allemand du travail et des affaires sociales, loi sur l'augmentation des salaires minimums; McKinsey & Company & Eurocommerce, Disruption & Uncertainty, The state of grocery retail 2021.

¹¹ Source: Office fédéral de la santé publique, restrictions publicitaires pour les produits du tabac, restreindre la publicité pour protéger les jeunes; informations de la direction de Valora.

Fairness Opinion Valora

3 Évaluation

3.1	Méthode d'évaluation	Page 22
3.2	Évaluation Discounted Cashflow	Page 23
3.3	Évaluation à l'aide de Multiples	Page 33
3.4	Analyse du cours de l'action et attentes des analystes	Page 36

3 Évaluation

3.1 Méthode d'évaluation

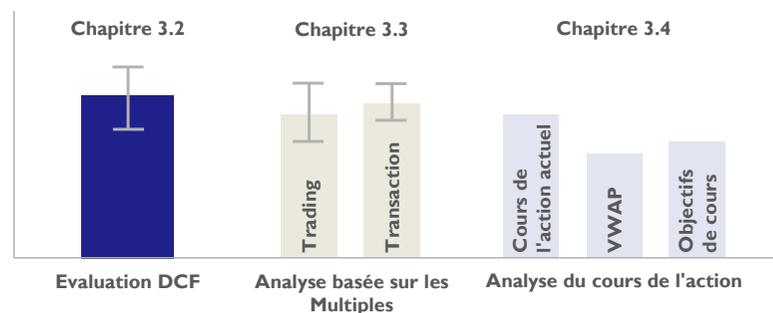
Pour l'évaluation de Valora, nous nous basons en premier lieu sur la méthode DCF, conformément à la «Best Practice» actuelle. Nous utilisons en outre les méthodes des Trading Multiples ainsi que des Transaction Multiples, et tenons compte des résultats issus de l'analyse du cours de l'action.

L'évaluation de Valora aux fins de l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre de Impulsora est effectuée conformément au principe Stand Alone, en appliquant différentes méthodes d'évaluation. Conformément à l'annonce préalable de l'offre publique d'achat du 5 juillet 2022, la valeur par action Valora est calculée à la date de référence de l'évaluation du 4 juillet 2022.¹²

Au sein de notre structure d'évaluation, la méthode du Discounted Cashflow («méthode DCF») est la plus importante. Les réflexions en matière d'évaluation sont complétées par l'application de méthodes axées sur le marché et basées sur l'évaluation d'entreprises comparables (Trading Multiples) et des prix payés lors de transactions passées (Transaction Multiples). La valeur par action résultant de la méthode DCF ainsi que de l'évaluation par des Trading Multiples et Transaction Multiples est en outre comparée avec le cours actuel de l'action Valora, avec le cours moyen pondéré en fonction du volume (Volume weighted average price, «VWAP») de Valora, et avec les cours cibles publiés par les analystes.

La présentation ci-dessous représente les méthodes d'évaluation utilisées dans les sections suivantes:

Méthode d'évaluation



¹² Source: annonce préalable du 5 juillet 2022, Valora.

3.2 Évaluation Discounted Cashflow

3.2.1 Introduction aux processus d'évaluation et au coût moyen du capital

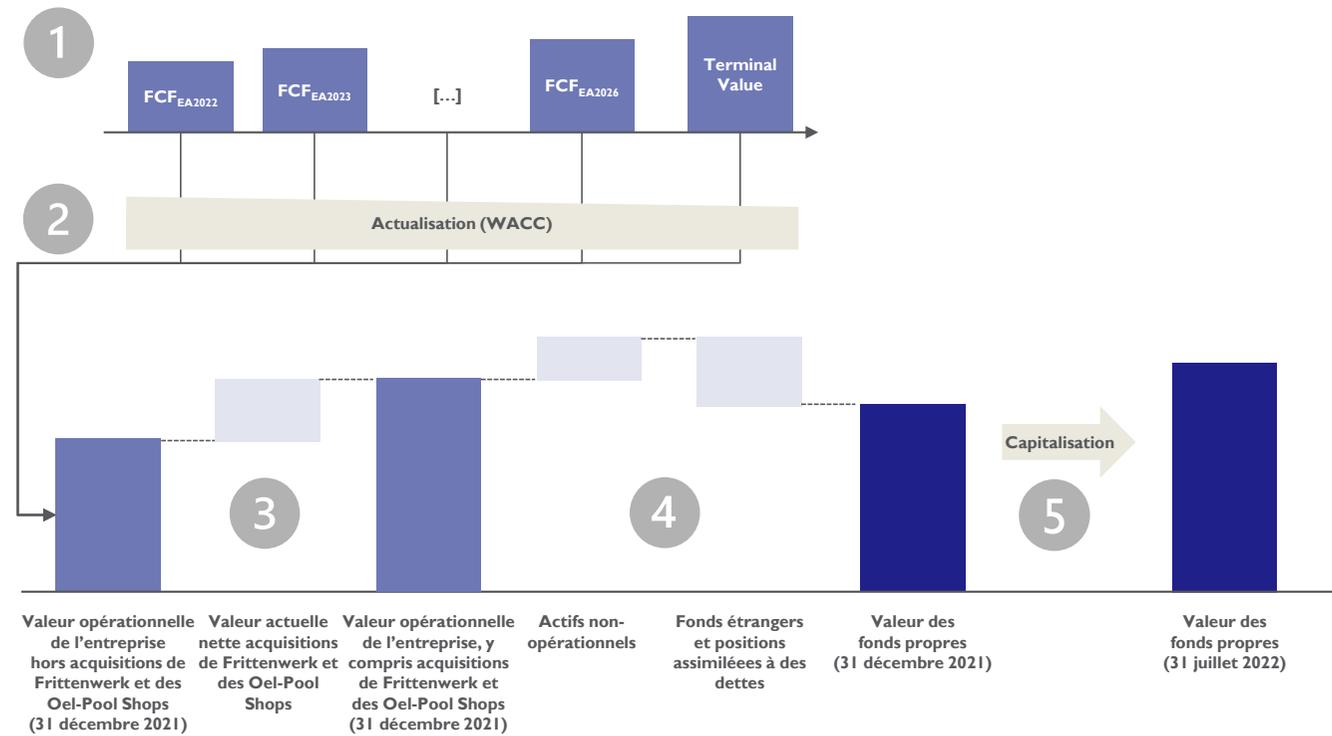
L'application de la méthode DCF correspond à la théorie reconnue de la «Corporate Finance», ainsi qu'à la «Best Practice» actuelles en matière d'évaluation d'entreprise. De manière générale, la valeur d'une entreprise est obtenue en actualisant les futurs Free Cashflows attendus («FCF») avec le coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital, «WACC») à la date de référence de l'évaluation qui a été définie.

Sur la base de l'approche d'évaluation décrite ci-dessus, la valeur des fonds propres de Valora au 4 juillet 2022 peut être déterminée comme suit:

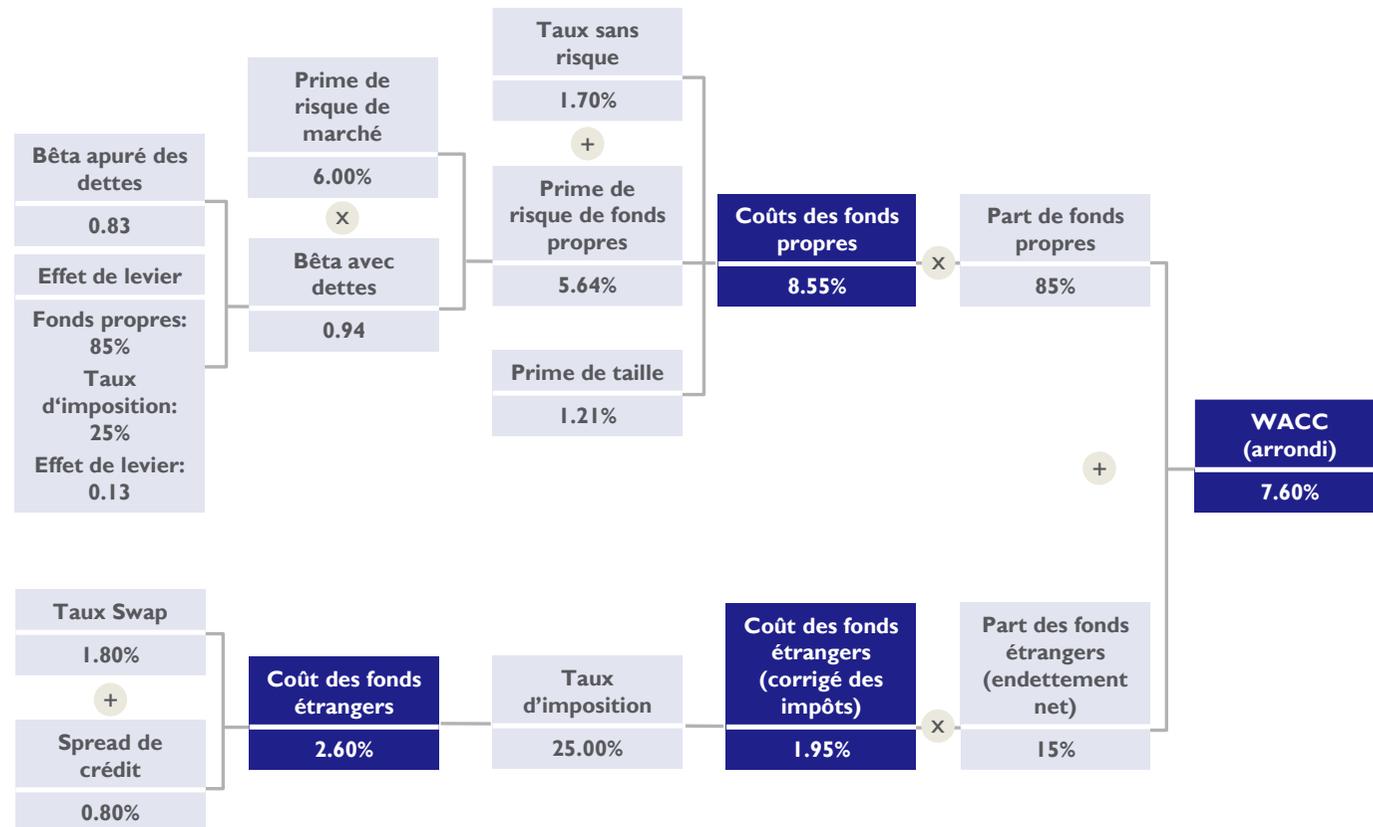
Détermination de la valeur des fonds propres

- 1 Lors d'une première étape, les futurs Free Cashflows attendus sont déterminés sur la base du business plan adopté par le Conseil d'administration de Valora, dans le cadre d'une planification détaillée pour la période allant jusqu'à la fin de l'EA 2026. La part de valeur afférente à la phase suivant la période de planification détaillée est exprimée dans une valeur finale («Terminal Value», «TV»).
- 2 Les Free Cashflows attendus pour la période de planification et la Terminal Value déterminée sont ensuite actualisés avec le WACC approprié pour Valora au 31 décembre 2021. Sur la base des valeurs actuelles ainsi déterminées, on obtient la valeur opérationnelle de l'entreprise, hors rachats de Frittenwerk et des Oel-Pool Shops.
- 3 Les Free Cashflows attendus des acquisitions de Frittenwerk et des Oel-Pool Shops ne sont pas inclus dans le business plan de Valora. Pour les deux acquisitions, le Conseil d'administration a approuvé, respectivement le 31 mai 2022 et le 19 mai 2022, un business plan correspondant qui sera évalué en conséquence. Les valeurs actuelles nettes qui en résultent sont additionnées à la valeur opérationnelle de l'entreprise, hors acquisitions de Frittenwerk et des Oel-Pool Shops, afin de déterminer la valeur opérationnelle de l'entreprise, y compris les acquisitions de Frittenwerk et des Oel-Pool Shops.
- 4 Sur la base des comptes annuels au 31 décembre 2021, les actifs non nécessaires sur le plan opérationnel sont additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise et les fonds étrangers portant intérêts et les positions assimilées à des dettes sont soustraits. On obtient ainsi la valeur de marché des fonds propres au 31 décembre 2021.
- 5 La valeur des fonds propres obtenue est capitalisée à la date de l'évaluation du 4 juillet 2022, puis divisée par le nombre d'actions en circulation afin de déterminer la valeur par action au 4 juillet 2022.

L'illustration ci-dessous résume la détermination de la valeur de marché des fonds propres au 4 juillet 2022:



La figure ci-dessous résume la détermination du WACC pour Valora:¹³



¹³ Pour plus d'informations, voir annexe 5.1.

3.2.2 Business plan

Les estimations de Free-Cashflow se basent sur le business plan approuvé par le Conseil d'administration de Valora.

Les Free Cashflows prévus pour les EA 2022 à 2026 se basent sur les prévisions actuelles pour l'EA 2022 de Valora ainsi que sur le business plan approuvé par le Conseil d'administration de Valora le 1^{er} mai 2022. Les acquisitions de Frittenwerk et des Oel-Pool Shops, qui sont prises en compte séparément dans le cadre de l'évaluation, ne sont pas comprises dans le business plan. Les hypothèses relatives aux valeurs durables comme base de calcul de la Terminal Value ont été confirmées par la direction.

Les valeurs moyennes des principaux facteurs de valeur et hypothèses sont présentées dans le tableau ci-dessus. Nous avons évalué et vérifié la plausibilité des indications et hypothèses de la direction de Valora d'un point de vue indépendant. À cette fin, les principales hypothèses ont été comparées, entre autres, aux estimations des analystes pour les sociétés comparables identifiées. Pour cette analyse, les entreprises comparables des secteurs Retail et Food Service ont été regroupées dans un Peer Group, car le futur EBITDA de Valora attendu devrait être réparti à parts égales entre les deux secteurs d'activité. Les principales hypothèses sont décrites plus en détail ci-après:

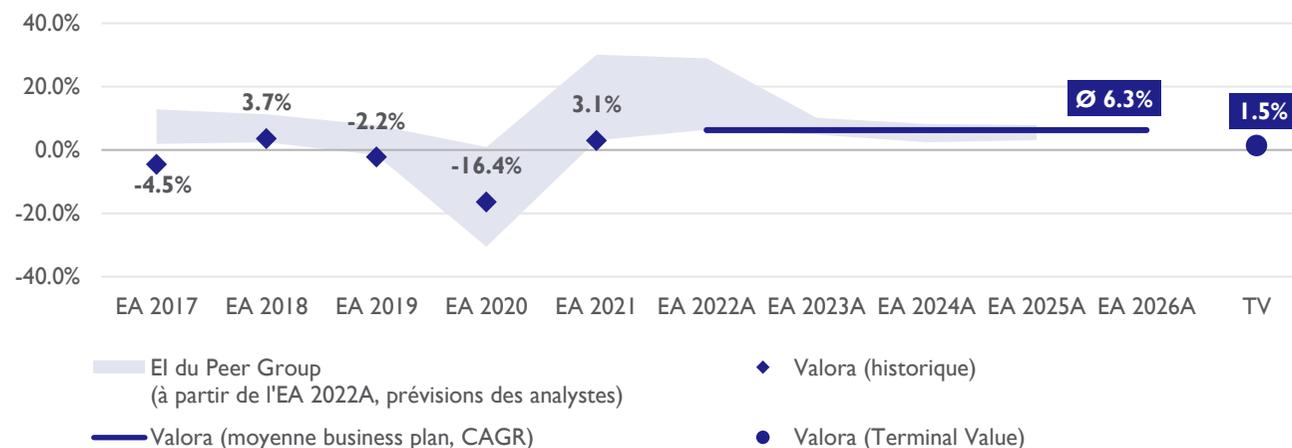
Aperçu des hypothèses principales pour la période de planification et la Terminal Value, y compris comparaison avec le passé

Moyenne	EA 2017 - EA 2021	EA 2022 - EA 2026	Terminal Value
Croissance du chiffre d'affaires net (CAGR)	-3.3%	6.3%	1.5%
Marge EBITDA (avant IFRS 16)	6.3%	7.8%	9.0%
CAPEX en % du chiffre d'affaires net	2.9%	4.3%	3.5%
ACN opérationnel en % du chiffre d'affaires net	2.3%	2.8%	2.8%

Sources: rapports annuels et informations fournies par la direction de Valora, analyse d'IFBC.

Hypothèses relatives à l'évolution du chiffre d'affaires net

Comparaison des taux de croissance historiques et pronostiqués du chiffre d'affaires net de Valora et des entreprises du Peer Group



Sources: Refinitiv Eikon, rapports d'analystes, rapports annuels et informations fournies par la direction de Valora.

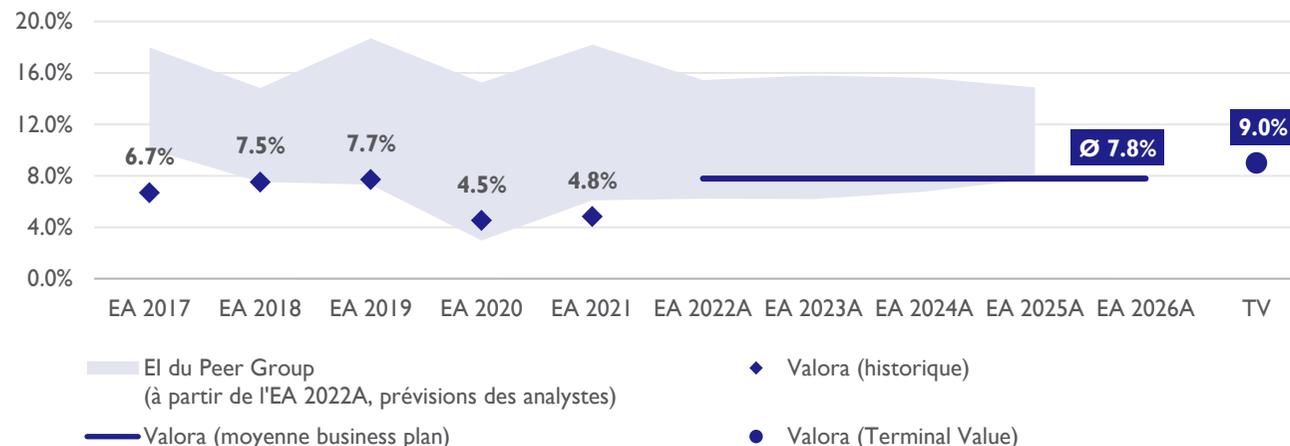
Après un net recul du chiffre d'affaires durant l'EA 2020 en raison de la pandémie de COVID-19, Valora a pu enregistrer une reprise croissante durant l'EA 2021, en particulier dans le domaine Food, grâce aux progrès en matière de vaccination et aux assouplissements correspondants des autorités, et réaliser une augmentation du chiffre d'affaires net de 3.1%. Valora part du principe que l'évolution future des affaires ne sera plus influencée par des effets liés à la pandémie. Pour la période de planification EA 2022 à 2026, la direction s'attend à un taux de croissance annuel moyen (Compound annual growth rate, «CAGR») de 6.3%. Ce taux se situe dans l'écart interquartile (quartile de 25% à 75%, El) des prévisions des analystes pour les entreprises comparables, et nettement au-dessus des taux de croissance réalisés par Valora avant la crise du COVID-19 (EA 2017 à 2019). Le taux de croissance moyen présumé dans le business plan de Valora est basé sur l'évolution générale attendue du marché mondial du Convenience Food.¹⁴

Pour le calcul de la Terminal Value, il est tenu compte d'un taux de croissance annuel durable de 1.5%, qui correspond aux prévisions d'inflation à long terme pondérées par l'EBITDA.

¹⁴ Voir le commentaire à la page 19.

Hypothèses relatives à la marge EBITDA

Comparaison des marges EBITDA historiques et pronostiquées (avant IFRS 16) de Valora et des entreprises du Peer Group¹⁵



Sources: Refinitiv Eikon, rapports d'analystes, rapports annuels et informations fournies par la direction de Valora.

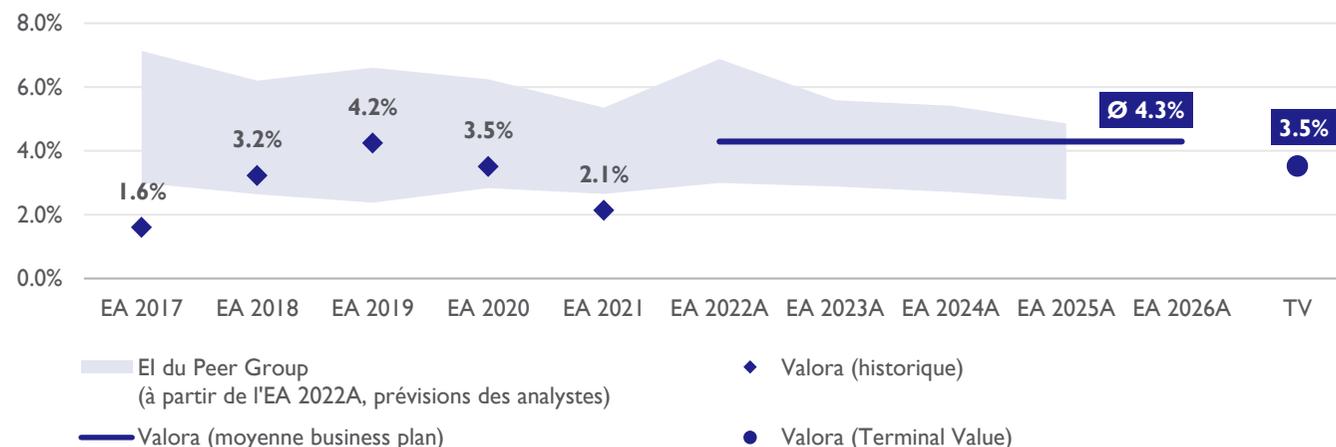
Dans le sillage de la pandémie de COVID-19, la marge EBITDA (avant IFRS 16) de Valora a baissé pour atteindre respectivement 4.5% et 4.8% au cours des exercices 2020 et 2021. Pour les années à venir, la direction de Valora table sur une nette augmentation des marges, de sorte que la marge EBITDA moyenne (avant IFRS 16) devrait augmenter légèrement au-dessus du niveau d'avant-crise pour la période du business plan 2022-2026, soit à 7.8%. Par rapport aux estimations des analystes pour les entreprises du Peer Group, les hypothèses de marges moyennes du business plan de Valora se situent à la limite inférieure de l'écart interquartile. Des marges EBITDA plus élevées (avant IFRS 16) que celles de Valora peuvent être observées en particulier dans les entreprises comparables qui sont principalement actives dans le domaine du Food Service.

À long terme, la Direction estime qu'une marge EBITDA (avant IFRS 16) de 9.0% est durable. L'augmentation avérée par rapport à la moyenne de la période de planification et à la rentabilité dans le passé s'explique notamment par le fait que Valora vise à l'avenir une augmentation relative des produits alimentaires et des produits frais à plus forte marge dans le mix de produits, ainsi que la poursuite de la conversion des points de vente au modèle de franchise.

¹⁵ Les éventuels effets liés à l'IFRS 16 ont été éliminés dans les EBITDAs historiques et attendus à l'avenir des entreprises du Peer Group.

Hypothèses relatives aux CAPEX (investissements nets)

Comparaison des investissements historiques et pronostiqués de Valora et des entreprises du Peer Group



Sources: Refinitiv Eikon, rapports d'analystes, rapports annuels et informations fournies par la direction de Valora.

Entre les EA 2017 et 2021, Valora a investi chaque année entre CHF 32 millions et CHF 86 millions (hors activités M&A). Par rapport au chiffre d'affaires net, cela correspond à un taux d'investissement de 1.6% à 4.2% par an. Compte tenu du contexte économique difficile entourant la pandémie de COVID-19, seuls des investissements prioritaires, essentiels à la réalisation de la stratégie, ont été réalisés au cours des exercices 2020 et 2021. Il en découle que, par rapport au chiffre d'affaires net, les CAPEX ont diminué à partir de l'EA 2020 par rapport à 2019. Pour les années à venir, un niveau d'investissement moyen de 4.3% du chiffre d'affaires net est prévu. Un tel niveau est comparable aux attentes des analystes pour les entreprises du Peer Group ainsi qu'au taux d'investissement pour l'EA 2019.

À long terme, la direction s'attend à un niveau CAPEX durable par rapport au chiffre d'affaires net de 3.5%. Pour le calcul de la Terminal Value, on suppose que les amortissements correspondent au niveau CAPEX prévu.

Actif circulant opérationnel net

À partir de l'exercice 2018, l'actif circulant opérationnel net a constamment diminué par rapport au chiffre d'affaires net, passant de 3.3% à 1.8% (moyenne des EA 2017 à 2021: 2.3%). Pour la période de planification détaillée allant jusqu'à la fin de l'EA 2026, Valora table sur un actif circulant opérationnel net de 2.8% en moyenne par rapport au

chiffre d'affaires net. Cette relation est considérée comme appropriée d'un point de vue durable par la direction de Valora et est prise en compte dans le calcul de la Terminal Value.

Impôts

Les avoirs d'impôt latents ainsi que les obligations fiscales latentes sont explicitement pris en compte pour la période de planification allant jusqu'à l'EA 2024 inclus, sur la base de la planification des charges fiscales effectives de Valora. Un taux d'imposition calculatoire de 25.0%, estimé par la direction de Valora, s'applique pour les périodes de planification 2025 et 2026, ainsi que pour la Terminal Value.

Acquisitions de Frittenwerk et des Oel-Pool Shops

Valora a récemment communiqué au sujet de l'acquisition de Frittenwerk ainsi que la reprise de 71 autres magasins de l'exploitant de stations-service Oel-Pool. Ces deux opérations ne figurent pas dans le business plan de Valora utilisé comme base. Toutefois, le Conseil d'administration de Valora a approuvé les business plans relatifs à ces deux reprises, qui constituent la base de l'évaluation.

Début juin 2022, Valora a annoncé publiquement l'acquisition de Frittenwerk. Frittenwerk est un Fast-Casual Food Service Provider établi en Allemagne qui s'est spécialisé dans la réinterprétation de la «poutine» (plat canadien à base de frites) et propose, dans ce contexte, des plats de frites originaux. En acquérant cette entreprise, Valora entre sur le marché en plein essor du Fast Casual et développe son propre portefeuille de services de restauration en direction d'une gastronomie événementielle. Dans le cadre de l'initiative stratégique, le nombre actuel de 27 succursales doit doubler d'ici 2025.¹⁶

Le 20 juin 2022, Valora a annoncé l'extension de son partenariat avec Oel-Pool. Dans ce contexte, l'entreprise va reprendre progressivement 71 shops de l'exploitant de stations-service à partir d'avril 2023 et les transformer en points de vente modernes avec un assortiment Convenience complet. Grâce au renforcement de sa coopération avec Oel-Pool, Valora pourra vraisemblablement accroître sa présence dans les stations-service suisses à plus de 170 points de vente d'ici fin 2023. De par sa à sa collaboration avec Oel-Pool et Moveri, Valora disposera à la fin de 2023 du plus grand réseau de points de vente Convenience en Suisse, avec un total d'environ 370 points de vente.¹⁷

Détermination de la valeur des fonds propres

En procédant à l'actualisation des Free Cashflows attendus pour la période de planification ainsi que de la Terminal Value à l'aide d'un WACC de 7.60%¹⁸, ont obtenu une valeur opérationnelle de l'entreprise au 31 décembre 2021, y

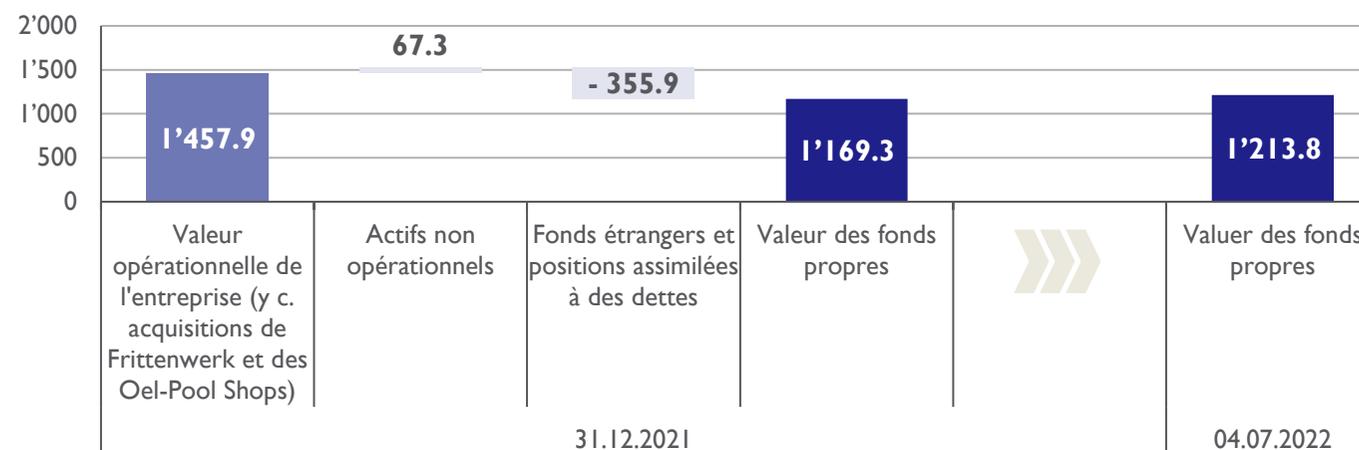
¹⁶ Source: communiqué de presse «En Allemagne, Valora entre sur le marché en plein boom du fast casual», Valora, 03.06.2022.

¹⁷ Source: communiqué de presse «Valora devient le leader suisse du marché Convenience avec son format avec», 20.06.2022.

¹⁸ Voir l'annexe 5.I pour des informations détaillées sur le calcul du WACC. Pour l'évaluation des acquisitions de Frittenwerk et des Oel-Pool Shops, le WACC est ajusté sur la base du niveau des taux applicables.

compris les rachats de Frittenwerk et des Oel-Pool Shops, de CHF 1'457.9 millions. À cette valeur sont ajoutés des actifs non opérationnels (essentiellement des liquidités excédentaires) à hauteur de CHF 67.3 millions au 31 décembre 2021. Les fonds étrangers portant intérêts et les positions assimilées à des dettes (essentiellement des dettes financières à court et long termes portant intérêts) sont déduites pour un montant total de CHF 355.9 millions au 31 décembre 2021. La valeur des fonds propres de Valora au 31 décembre 2021 qui en résulte, d'un montant de CHF 1'169.3 millions, est finalement capitalisée à la date de l'évaluation (4 juillet 2022). Il en résulte une valeur des fonds propres au 4 juillet 2022 de CHF 1'213.8 millions.

Détermination de la valeur des fonds propres de Valora au 4 juillet 2022 (en millions de CHF)



Source: IFBC.

Valeur par action en CHF

Au 4 juillet 2022, 4'390'000 actions au total avaient été émises.¹⁹ Selon les indications fournies par sa direction, Valora détient 7'089 actions propres à la date de l'évaluation. Le nombre d'actions en circulation s'élève ainsi à 4'382'911.²⁰ Si l'on divise la valeur des fonds propres au 4 juillet 2022 par ce nombre d'actions, on obtient une valeur par action de CHF 276.9.

¹⁹ Source: SIX Swiss Exchange.

²⁰ Selon la direction de Valora, un Cash-Settlement est prévu dans le cadre de la transaction pour les Performance Share Units («PSU») en circulation. Par conséquent, les PSU ne doivent pas être prises en compte dans la détermination de la valeur par action.

Analyses de sensibilité relatives à la valeur par action Valora au 4 juillet 2022 (en CHF)

		WACC					WACC						
		8.10%	7.85%	7.60%	7.35%	7.10%			8.10%	7.85%	7.60%	7.35%	7.10%
Croissance réelle en Terminal Value	0.50%	254.5	267.1	280.8	295.6	311.9	Marge EBITDA durable (avant IFRS 16)	9.50%	275.8	289.2	303.8	319.6	336.8
	0.25%	252.9	265.3	278.8	293.4	309.3		9.25%	263.6	276.5	290.3	305.4	321.9
	0.00%	251.4	263.7	276.9	291.3	307.0		9.00%	251.4	263.7	276.9	291.3	307.0
	-0.25%	241.1	252.6	264.9	278.3	292.8		8.75%	239.3	250.9	263.5	277.2	292.1
	-0.50%	231.6	242.3	253.9	266.3	279.8		8.50%	227.1	238.1	250.1	263.1	277.2

Source: IFBC.

Les illustrations ci-dessus montrent des analyses de sensibilité concernant la valeur par action de Valora au 4 juillet 2022. Une variation du WACC et du taux de croissance réel supposé de ± 50 points de base dans la Terminal Value engendre une fourchette de valeur comprise entre CHF 231.6 et CHF 311.9. Une variation de ± 50 points de base du WACC et de la marge EBITDA déterminée de manière durable (avant IFRS 16) dans la Terminal Value se traduit par une fourchette de valeur par action oscillant entre CHF 227.1 et CHF 336.8.

Résumé

- L'utilisation de la méthode DCF pour déterminer la valeur de l'entreprise constitue une «Best Practice» reconnue.
- Les hypothèses relatives aux Free Cashflows se basent sur le business plan approuvé par le Conseil d'administration le 1^{er} mai 2022 ainsi que sur les informations correspondantes fournies par la direction.
- Pour déterminer la valeur des fonds propres, un WACC de 7.60% a été appliqué.
- La valeur par action au 4 juillet 2022 obtenue s'élève à CHF 276.9.
- Les analyses de sensibilité aboutissent à une fourchette de valeur par action de CHF 227.1 à CHF 336.8.

3.3 Évaluation à l'aide de Multiples

L'évaluation à l'aide des Trading Multiples et des Transaction Multiples est effectuée pour vérifier la plausibilité des valeurs par action déterminées dans le cadre de l'analyse DCF.

Evaluation sur la base de Trading Multiples

Pour l'évaluation sur la base de Trading Multiples, un Peer Group avec des entreprises comparables a été défini pour les secteurs Retail et Food Service.²¹ Pour chaque entreprise sélectionnée, le multiple EBITDA est calculé en comparant la valeur totale de l'entreprise au 30 juin 2022²² (valeur des fonds propres plus endettement net) avec l'EBITDA respectif²³ (06/2022 (Last twelve months, «LTM»), 12/2022 resp. 12/2023 attendu («E»)).²⁴ La capitalisation boursière moyenne des entreprises du Peer Group est nettement supérieure à la capitalisation boursière de Valora, raison pour laquelle les primes de taille implicites sont comparativement plus faibles dans les évaluations de la valeur de marché des entreprises du Peer Group. Lors de l'évaluation sur la base de Trading Multiples, cette différence relative dans les primes de taille implicites est prise en compte en conséquence. Les valeurs médianes des entreprises du Peer Group pour les secteurs Retail et Food service qui en résultent sont pondérées selon les parts EBITDA (avant IFRS 16) des segments correspondants de Valora et sur les EBITDA réels et estimés (avant IFRS 16) de Valora. L'on obtient ainsi la valeur opérationnelle de l'entreprise. En tenant compte des liquidités nécessaires à l'exploitation, les actifs non opérationnels ainsi que la valeur comptable nette des acquisitions de Frittenwerk et des Oel-Pool Shops sont additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise, et les dettes financières portant intérêts ainsi que les autres positions assimilées à des dettes sont déduites au 31 décembre 2021²⁵. La valeur des fonds propres qui en résulte est capitalisée après la date de l'évaluation du 4 juillet 2022 et divisée par le nombre d'actions en circulation afin de calculer la valeur respective par action. Il en résulte une fourchette de valeur par action oscillant entre CHF 243.7 et CHF 316.7 au 4 juillet 2022. La valeur moyenne par action des trois valeurs médianes s'élève à CHF 273.8.

Evaluation sur la base de Transaction Multiples

Dans le cadre de l'analyse des Transaction Multiples, la valeur de l'entreprise est déterminée sur la base de transactions observables d'entreprises comparables. Dans ce cadre, des transactions d'entreprises réalisées entre

²¹ Voir le paragraphe 5.3 en annexe pour une vue d'ensemble détaillée des entreprises comparables sélectionnées pour l'analyse des Trading Multiples.

²² Dernière fin de mois avant l'annonce préalable.

²³ Avant les effets de l'IFRS 16.

²⁴ Afin de garantir un calcul cohérent et comparable des Multiples, les effets liés à l'IFRS 16 et à l'ASC 842 ont été pris en compte et éliminés, le cas échéant, en relation avec le calcul de l'Enterprise Value et de l'EBITDA.

²⁵ Derniers comptes révisés de Valora.

Résultats de l'évaluation sur la base des Multiples EBITDA

2013 et 2021 ont été analysées. L'analyse a de nouveau été effectuée de manière différenciée pour les domaines du Retail et du Food Service. Les valeurs d'entreprise des entreprises cibles sont calculées sur la base du prix d'achat payé dans le cadre de chaque transaction (100%) augmenté de l'endettement net, et comparées avec l'EBITDA indiqué au cours des douze derniers mois précédant la transaction.²⁶ La taille moyenne de la transaction est comparable à la capitalisation boursière de Valora, raison pour laquelle aucun ajustement de prime de taille n'est nécessaire. Pour déterminer la valeur de l'entreprise, les Transaction Multiples obtenus sont à nouveau pondérés pour chaque segment et multipliés par l'EBITDA (avant IFRS 16) de Valora au 30 juin 2022 (LTM). La valeur par action est calculée de la même manière, comme expliqué ci-dessus en relation avec les Trading Multiples. Il en résulte, lors de l'évaluation à l'aide de Transaction Multiples, une valeur par action de CHF 253.7 avec une fourchette de valeur comprise entre CHF 188.1 et CHF 308.3.

Valeur par action au 4 juillet 2022 (en CHF)



La fourchette définie correspond à l'écart interquartile (quartile de 25% à 75%).

Sources: Refinitiv Eikon, analyse IFBC.

Bien que seules des entreprises comparables actives dans les secteurs du Retail et du Food Service aient été sélectionnées, tant les modèles commerciaux que la situation individuelle des entreprises du Peer Group peuvent varier considérablement. Cela vaut en particulier pour les effets et les répercussions de la pandémie de COVID-19. En ce qui concerne les Transaction Multiples, il convient en outre de tenir compte du fait que la plupart des transactions comparables ont eu lieu avant le début de la pandémie de COVID-19. IFBC considère par conséquent que la pertinence de l'évaluation à l'aide des Trading Multiples et des Transaction Multiples est limitée.

²⁶ Voir le paragraphe 5.4.

Résumé

- Pour vérifier la plausibilité de la valeur DCF, des évaluations sont réalisées sur la base de Trading Multiples et de Transaction Multiples.
- L'évaluation à l'aide de Trading Multiples aboutit à une valeur par action de CHF 243.7 à CHF 316.7 (valeur moyenne: CHF 273.8)
- En appliquant le Median Transaction Multiples, on obtient une valeur par action de CHF 253.7 avec une fourchette de valeurs comprise entre CHF 188.1 et CHF 308.3.
- IFBC considère que la pertinence des évaluations à l'aide des Multiples est limitée, car tant les modèles commerciaux que la situation spécifique des entreprises du Peer Group sont susceptibles de varier.

3.4 Analyse du cours de l'action et attentes des analystes

Evolution du cours de l'action

Durant les mois précédant la crise du COVID-19, l'action Valora était cotée dans une fourchette comprise entre CHF 240.0 et CHF 280.0. En mars 2020, sa valeur est tombée à un niveau d'environ CHF 150.0. Valora a été fortement affectée par les effets des confinements dans les différents pays, ce qui s'est traduit notamment par une reprise hésitante en comparaison avec le marché global des actions. Après une évolution volatile et une hausse momentanée du cours de l'action à CHF 230.0 pendant l'année 2021, le cours de clôture à fin 2021 s'est établi à CHF 155.0. Durant les deux premiers mois de l'année en cours, l'action a de nouveau progressé et atteint un niveau de CHF 185.0. En raison notamment de la guerre en Ukraine et des incertitudes persistantes sur les marchés, il a de nouveau fluctué et légèrement reculé ces derniers mois. Le 4 juillet 2022, soit le jour précédant l'annonce de la transaction, l'action Valora a été négociée à un cours de clôture de CHF 171.0. Le prix moyen pondéré par le volume (Volume Weighted Average Price, «VWAP») des 60 derniers jours de négoce s'élevait à CHF 165.3 au 4 juillet 2022.

Primes du prix de l'offre de CHF 260.0 au regard du cours de l'action et du VWAP

La prime du prix de l'offre de CHF 260.0 par rapport au cours de clôture avant l'annonce publique (4 juillet 2022) s'élève à 52.0%. Par rapport au VWAP (60 jours de négoce) au 4 juillet 2022, l'offre comprend une prime de 57.3%. La prime de l'offre est nettement supérieure à la moyenne historique des primes payées depuis 2011 dans le cadre d'offres publiques d'achat volontaires en Suisse (22.9%).²⁷

Évolution du cours de l'action Valora depuis janvier 2019 (en CHF)



Source: Refinitiv Eikon.

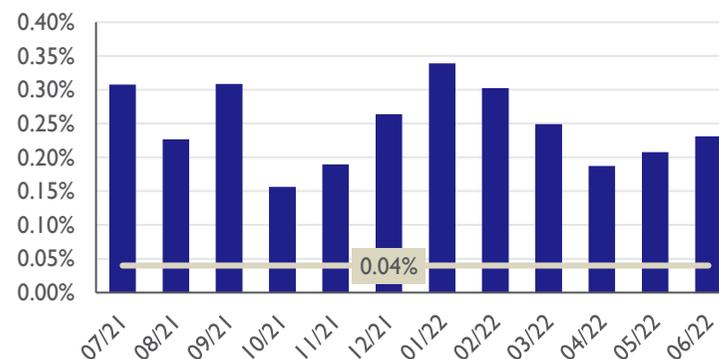
²⁷ Voir le paragraphe 5.5.

Analyse de la liquidité

Conformément au droit des OPA en vigueur, les actions d'entreprises qui font partie du Swiss Leader Index («SLI») sont considérées comme liquides. En outre, les titres de participation qui ne font pas partie du SLI doivent être considérés comme liquides «si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0.04 % de la fraction librement négociable du titre de participation (Free Float).»²⁸ Comme les actions de Valora ne font pas partie du SLI, l'examen de la liquidité de l'action se fait sur la base de l'analyse du volume des transactions.

Comme le montre l'illustration ci-contre, la médiane du volume des transactions de l'action Valora durant la période de douze mois précédant la publication de l'offre est, pour tous les mois, supérieure au seuil en vigueur. Par conséquent, les actions de Valora doivent être considérées comme liquides au sens du droit suisse des OPA. Le cours de l'action Valora constitue donc, selon le droit suisse des OPA, une référence valable pour évaluer l'adéquation financière de l'offre.

Valeur médiane mensuelle du nombre d'actions Valora négociées en% du Free Float



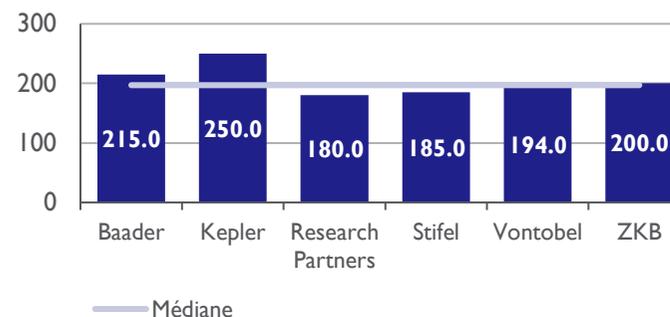
Sources: Refinitiv Eikon, analyse IFBC. Free Float selon le registre des actions de Valora au 30 juin 2022.

²⁸ Cf. Commission des OPA: Circulaire COPA n° 2: Liquidité au sens du droit des OPA du 26 février 2010.

Objectifs de cours des analystes

Actuellement, 6 analystes publient des objectifs de cours pour Valora. Tous les objectifs de cours ont été actualisés pour la dernière fois en février et juin 2022 et se situent entre CHF 180.0 et CHF 250.0. La médiane des objectifs de cours est de CHF 197.0, 4 analystes ayant publié un objectif de cours supérieur à CHF 194.0. Avec CHF 260.0, l'offre de Impulsora se situe 32.0% au-dessus de la médiane des objectifs de cours des analystes.

Objectifs de cours des analystes



Source: rapports d'analystes.²⁹

Résumé

- Les actions de Valora doivent être considérées comme liquides au sens du droit suisse des OPA. Par conséquent, le cours de l'action sera également pris en compte dans le cadre de cette Fairness Opinion pour l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre de Impulsora.
- Le dernier jour de négociation précédant l'annonce d'un éventuel rachat par Impulsora (4 juillet 2022), le cours de l'action Valora a clôturé à CHF 171.0. Le VWAP était alors de CHF 165.3. La prime implicite du prix de l'offre s'élève à 52.0% par rapport au cours de clôture, et à 57.3% par rapport au VWAP.
- La prime de l'offre de Impulsora par rapport au cours de l'action respectivement au VWAP est ainsi nettement supérieure à la moyenne historique des primes payées depuis 2011 dans le cadre d'offres publiques d'achat volontaires en Suisse (22.9%).
- Les objectifs de cours des analystes publiés en février et juin 2022 se situent dans une fourchette allant de CHF 180.0 à CHF 250.0, avec un objectif médian de CHF 197.0 par action. Tous les objectifs de cours des analystes sont donc inférieurs au prix offert de CHF 260.0.

²⁹Vontobel, 23.02.2022; Research Partners, 28.02.2022; Kepler, 03.06.2022; Baader, 20.06.2022; Stifel, 20.06.2022; ZKB, 20.06.2022.

Fairness Opinion Valora

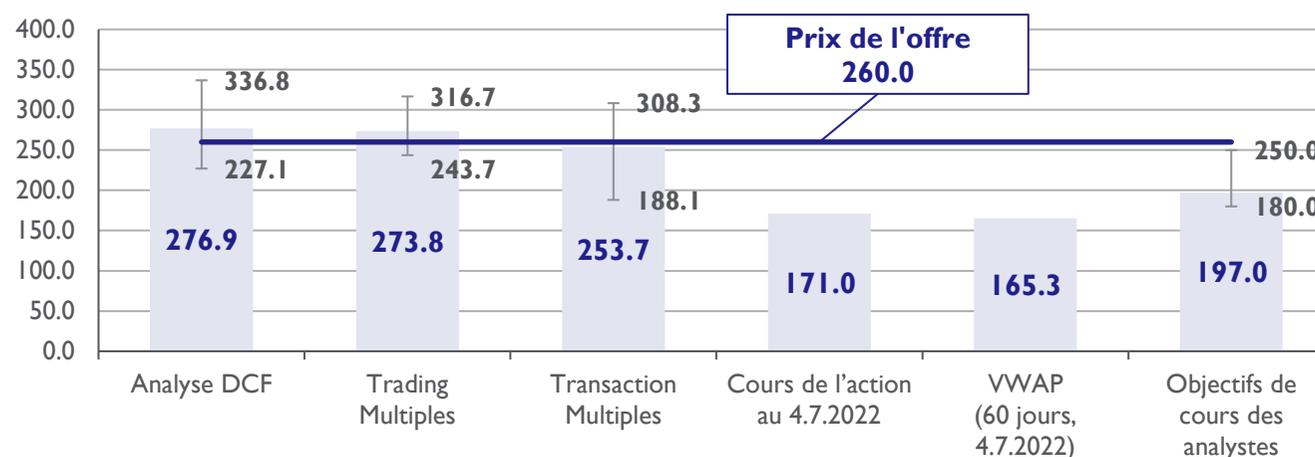
4 Appréciation

4 Appréciation

Sur la base des analyses décrites ci-dessus et après examen et évaluation de toutes les informations mises à sa disposition, IFBC parvient à l'appréciation suivante concernant l'adéquation financière de l'offre publique d'achat par Impulsora pour les actions en circulation de Valora:

Aperçu des résultats de l'évaluation

Aperçu des résultats de l'évaluation de Valora au 4 juillet 2022 (valeur par action en CHF)



Source: IFBC.

- Conformément à la «Best Practice», nous avons appliqué plusieurs méthodes d'évaluation pour déterminer la valeur par action de Valora.
- L'évaluation à l'aide de la méthode DCF aboutit au 4 juillet 2022 à une valeur par action de CHF 276.9 avec une fourchette de valeur oscillant entre CHF 227.1 et CHF 336.8. Le résultat de l'évaluation est surtout sensible en ce qui concerne la marge EBITDA estimée comme durable, ainsi que le coût moyen du capital supposé. Dans le cadre de cette Fairness opinion, nous accordons une grande importance au résultat de l'analyse DCF, car cette approche est celle qui permet le mieux de tenir compte des spécificités de Valora.
- Une évaluation à l'aide de Trading Multiples aboutit au 4 juillet 2022 à une fourchette de valeur comprise entre CHF 243.7 et CHF 316.7 par action (valeurs médianes). L'application de Transaction Multiples conduit, au 4 juillet 2022, à une fourchette de valeur comprise entre CHF 188.1 et CHF 308.3 par action. Malgré le soin

apporté à la sélection d'entreprises comparables, nous estimons que la pertinence de l'évaluation à l'aide des Multiples est limitée, en raison du fait que la situation spécifique et l'évolution attendue de Valora ne sont pas entièrement reflétées par les entreprises comparables.

- Les actions de Valora doivent être considérées comme liquides au sens du droit suisse des OPA en raison du volume des transactions. C'est pourquoi aussi bien le cours de l'action que le VWAP des 60 derniers jours de négoce peuvent être pris en compte pour apprécier l'adéquation financière de l'offre effectuée par Impulsora.
- Le prix de l'offre de CHF 260.0 correspond à une prime de 52.0% par rapport au cours de clôture de CHF 171.0 le jour précédant l'annonce de l'offre le 4 juillet 2022. La prime du prix de l'offre s'élève à 57.3% par rapport au VWAP (60 jours) de CHF 165.3 au 4 juillet 2022. Ces primes sont largement supérieures à la moyenne historique des primes payées dans le cadre d'offres publiques d'achat volontaires en Suisse (22.9%).
- Les objectifs de cours des analystes se situent dans une fourchette oscillant entre CHF 180.0 et CHF 250.0 par action, avec une médiane de CHF 197.0.

Appréciation finale de l'offre

Sur la base de nos analyses et conclusions ainsi que sur celle des résultats exposés, IFBC estime que le prix de l'offre de CHF 260.0 par action est équitable d'un point de vue financier. Cette conclusion repose sur les considérations suivantes:

1. L'offre est corroborée par l'évaluation DCF.
2. L'offre se situe dans la fourchette de valeurs résultant de l'application de Trading Multiples et de Transaction Multiples.
3. Au 4 juillet 2022, l'offre se situe nettement au-dessus du cours de clôture et du VWAP des 60 derniers jours de négoce ainsi que de l'objectif de cours moyen des analystes.

Zurich, le 4 juillet 2022



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Christian Hirzel
Partner

Fairness Opinion Valora

5 Annexes

5.1	Coût moyen du capital	Page 43
5.2	Analyse bêta au 30 juin 2022	Page 45
5.3	Trading Multiples au 30 juin 2022	Page 46
5.4	Transaction Multiples	Page 48
5.5	Analyse des primes des offres publiques d'achat en Suisse depuis 2011	Page 50
5.6	Table des abréviations	Page 51

5 Annexes

5.1 Coût moyen du capital

Paramètre	Valeur	Description
Taux sans risque	1.70 %	<ul style="list-style-type: none"> ■ Rendement des emprunts d'État à 10 ans (arrondi) ou prévision d'inflation à long terme (arrondie) des monnaies pertinentes pour Valora, pondéré sur la base d'un split EBITDA durable (avant IFRS 16) des monnaies CHF, EUR et USD. ■ Si le rendement de l'emprunt d'État à 10 ans concerné au 30.06.2022 implique un niveau de taux d'intérêt réel négatif, le taux sans risque spécifique au taux d'intérêt est basé sur un taux sans risque réel de 0.00% plus la prévision d'inflation à long terme. ■ Sources: Refinitiv Eikon; FMI, World Economic Outlook, avril 2022.
Prime de risque de marché	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ La prime de risque du marché correspond à la différence à long terme entre le rendement du portefeuille de marché et le taux d'intérêt sans risque et correspond à la prime supplémentaire qu'un investisseur s'attend à recevoir pour un investissement en actions par rapport à un investissement sans risque. Conformément à la «Best Practice», une prime implicite de risque de marché durable de 6.00% est prise en compte. ■ Source: IFBC.
Bêta apuré des dettes	0.83	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le bêta apuré des dettes mesure le risque systématique non diversifiable d'une entreprise comparable financée exclusivement par des fonds propres. ■ Afin d'augmenter la pertinence statistique de l'analyse bêta, outre le bêta de Valora, des bêtas statistiquement significatifs d'entreprises du Peer Group sont également analysés. ■ Pour les deux segments Retail et Food Service, une groupe de pairs est défini et les bêtas apurés des dettes moyens sont déterminés au 30 juin 2022³⁰. Le calcul est basé sur des rendements hebdomadaires sur une période de 2 ans (voir annexe 5.2). ■ Les bêtas apurés des dettes moyens des deux groupes de pairs sont pondérés sur la base de la part EBITDA durable (avant IFRS 16) des deux segments Retail et Food Service. Compte tenu des développements supposés dans le business plan, une pondération de 50% Retail et 50% Food service est jugée appropriée par la direction. ■ En tenant compte d'une pondération équivalente des bêtas apurés des dettes moyens pour le Retail (0.74) et pour le Food Service (0.93), il en résulte un bêta apuré des dettes de 0.83 pour Valora. ■ Sources: Refinitiv Eikon, informations de la direction de Valora.
Effet de levier	0.13	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le calcul de l'effet de levier est effectué en tenant compte de la structure du capital cible et du taux d'imposition pertinent de Valora (approche Hamada).
Bêta avec dettes	0.94	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le bêta avec dettes mesure le risque systématique et reflète tant le risque opérationnel que le risque financier de l'entreprise.
Prime de risque de fonds propres	5.64%	

³⁰ Dernière fin de mois avant l'annonce préalable.

Paramètre	Valeur	Description
Prime de taille	1.21%	<ul style="list-style-type: none"> ■ L'expérience empirique et la pratique montrent que les petites entreprises présentent des coûts de fonds propres significativement plus élevés que les entreprises à forte capitalisation boursière. ■ C'est pourquoi une prime de taille est prise en compte dans le cadre du CAPM. La prime de taille est calculée à l'aide de méthodes statistiques basées sur la capitalisation boursière de l'entreprise. ■ Compte tenu de la capitalisation boursière de Valora et de nos réflexions en matière d'évaluation, une prime de taille de 1.21% (8^e décile) est appliquée. ■ Sources: Refinitiv Eikon et Duff & Phelps, 31.12.2021.
Coût des fonds propres	8.55%	
Taux swap	1.80%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Taux swap à 5 ans (arrondi) ou prévision d'inflation à long terme (arrondie) des monnaies pertinentes pour Valora, pondéré sur la base d'un split EBITDA durable (avant IFRS 16) des monnaies CHF, EUR et USD. ■ Si le taux swap à 5 ans applicable au 30.06.2022 implique un niveau de taux d'intérêt réel négatif, le taux d'intérêt de base spécifique à chaque devise est basé sur un taux d'intérêt réel de 0.00% plus les prévisions d'inflation à long terme. ■ Sources: Refinitiv Eikon; FMI, World Economic Outlook, avril 2022.
Spread de crédit	0.80%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Valora est notée BBB par le Credit Suisse³¹ et dispose ainsi d'une notation d'investment grade. ■ Sur la base des données actuelles du marché, un spread de crédit de 80pb est jugé approprié pour Valora avec une notation BBB. ■ Sources: IFBC Credit spread Index, Credit Suisse, Refinitiv Eikon.
Coût des fonds étrangers	2.60%	
Taux d'imposition	25.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Taux d'imposition à long terme attendu de Valora. ■ Source: informations de la direction de Valora.
Coût moyen des fonds étrangers (corrigé des impôts)	1.95%	
Part de fonds étrangers (endettement net)	15.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Définition d'une structure de capital cible de Valora.
Part de fonds propres	85.00%	
WACC (arrondi)	7.60%	

³¹Cf. Swiss Credit Handbook du Credit Suisse, juin 2021.

5.3 Trading Multiples au 30 juin 2022

5.3.1 Retail

Entreprise	Monnaie locale (ML)	Présentation des comptes	Capitalisation boursière au 30.06.2022 (en millions de CHF)	Valeur de l'entreprise au 30.06.2022 ¹⁾ (en millions de CHF)	Multiples d'EBITDA (avant IFRS 16)		
					06/22 LTM	12/22 E	12/23 E
Alimentation Couche-Tard Inc	USD	IFRS	39'613	43'240	9.9x	10.0x	9.8x
Autogrill SpA	EUR	IFRS	2'013	2'258	10.5x	7.9x	5.7x
Caseys General Stores Inc	USD	US	6'599	8'001	10.4x	10.4x	9.7x
Dufry AG	CHF	IFRS	2'709	5'761	n/a	13.8x	6.7x
J Sainsbury PLC	GBP	IFRS	5'576	5'274	3.0x	3.1x	3.1x
Koninklijke Ahold Delhaize NV	EUR	IFRS	25'156	27'716	5.4x	5.4x	5.3x
Lawson Inc	JPY	Japanese	3'184	3'242	3.5x	3.4x	3.3x
President Chain Store Corp	TWD	IFRS	9'111	8'141	15.9x	16.9x	16.7x
Seven & i Holdings Co Ltd	JPY	Japanese	32'716	44'686	8.0x	7.3x	6.8x
Taiwan FamilyMart Co Ltd	TWD	IFRS	1'370	1'287	10.6x	9.9x	12.3x
Tesco PLC	GBP	IFRS	23'009	26'190	6.2x	6.4x	6.3x
WH Smith PLC	GBP	IFRS	2'141	2'540	19.3x	13.5x	10.0x
Valora Holding AG	CHF	IFRS	724	933	8.7x	7.2x	5.9x
3^e quartile					10.5x	10.4x	9.8x
Médiane					9.3x	7.9x	6.7x
1^{er} quartile					6.0x	6.4x	5.7x

Source: Refinitiv Eikon.

1) Net debt pris en compte.

Non pris en compte pour l'analyse à l'aide de multiples.

5.3.2 Food Service

Entreprise	Monnaie locale (ML)	Présentation des comptes	Capitalisation	Valuer de	Multiples d'EBITDA			
			boursière au 30.06.2022 (en millions de CHF)	l'entreprise au 30.06.2022 ¹⁾ (en millions de CHF)	(avant IFRS 16)	06/22 LTM	12/22 E	12/23 E
Alsea SAB de CV	MXN	IFRS	1'508	2'720		7.5x	6.6x	5.8x
Amrest Holdings SE	PLN	IFRS	844	1'330		6.8x	6.6x	6.1x
Aryzta AG	EUR	IFRS	1'052	1'223		7.2x	6.9x	6.2x
Autogrill SpA	EUR	IFRS	2'013	2'258		10.5x	7.9x	5.7x
Chipotle Mexican Grill Inc	USD	US	35'328	34'511		28.2x	24.5x	19.3x
Domino's Pizza Inc	USD	US	13'559	18'084		22.2x	22.1x	19.8x
Greggs PLC	GBP	IFRS	2'160	1'929		7.9x	7.7x	6.9x
Ibersol SGPS SA	EUR	IFRS	271	356		6.2x	10.3x	5.4x
McDonald's Corp	USD	US	176'243	206'469		18.0x	17.7x	16.5x
Papa John's International Inc	USD	US	2'890	3'352		15.4x	15.5x	13.8x
Restaurant Brands International Inc	USD	US	21'939	35'423		16.5x	15.6x	14.3x
Restaurant Group PLC	GBP	IFRS	374	602		10.6x	12.5x	9.0x
Shake Shack Inc	USD	US	1'476	1'397		26.0x	21.8x	13.4x
SSP Group PLC	GBP	IFRS	2'155	2'637		-12.7x	-21.6x	47.0x
Starbucks Corp	USD	US	84'171	95'653		16.2x	15.6x	13.8x
Valora Holding AG	CHF	IFRS	724	933		8.7x	7.2x	5.9x
Wendys Co	USD	US	3'933	6'515		14.4x	13.9x	12.8x
WH Smith PLC	GBP	IFRS	2'141	2'540		19.3x	13.5x	10.0x
Yum! Brands Inc	USD	US	31'867	42'325		18.9x	18.6x	16.9x
3^e quartile						18.7x	17.2x	15.4x
Médiane						14.9x	13.7x	12.8x
1^{er} quartile						8.1x	7.8x	6.1x

Source: Refinitiv Eikon.

1) Net debt pris en compte.

Non pris en compte pour l'analyse à l'aide de multiples.

5.4 Transaction Multiples

5.4.1 Retail

Date	Entreprise cible	Pays de l'entreprise cible	Acheteur / investisseur	Valeurs des fonds propres (100%) (en millions de CHF)	Valeur de l'entreprise (100%) (en millions de CHF)	Multiple d'EBTIDA
29.12.2021	Koufu Group Ltd	Singapore	Dominus Capital Pte Ltd	296	367	3.5x
16.04.2019	Smart & Final Stores Inc	United States	Apollo Global Management LLC	505	1'136	7.3x
16.06.2017	Whole Foods Market Inc	United States	Amazon.com Inc	12'309	12'343	10.2x
22.08.2016	CST Brands Inc	United States	Alimentation Couche-Tard Inc	3'531	5'051	10.0x
14.03.2016	Fresh Market Inc	United States	Apollo Global Management LLC	1'296	1'273	6.9x
18.12.2014	Pantry Inc	United States	Alimentation Couche-Tard Inc	995	1'966	8.0x
11.09.2014	RoadChef Motorways Ltd	United Kingdom	Antin Infrastructure Partners SA	238	246	10.9x
04.06.2014	Nuance Group AG	Switzerland	Dufry AG	1'567	1'766	14.1x
28.04.2014	Susser Holdings Corp	United States	Energy Transfer Partners LP	1'668	1'996	13.2x
03.05.2013	World Duty Free SpA	Italy	Shareholders	2'465	3'058	10.6x
3^e quartile				2'266	2'793	10.8x
Médiane				1'432	1'866	10.1x
1^{er} quartile				628	1'170	7.4x

Source: Refinitiv Eikon.

5.4.2 Food Service

Date	Entreprise cible	Pays de l'entreprise cible	Acheteur / investisseur	Valeurs des fonds propres (100%) (en millions de CHF)	Valeur de l'entreprise (100%) (en millions de CHF)	Multiple d'EBTIDA
29.12.2021	Koufu Group Ltd	Singapore	Dominus Capital Pte Ltd	296	367	3.5x
06.12.2021	Del Taco Restaurants Inc	United States	Jack in the Box Inc	450	548	10.2x
25.10.2020	Dunkin Brands Group Inc	United States	Inspire Brands Inc	7'866	9'914	25.3x
18.10.2018	Restaurant Brands New Zealand Ltd	New Zealand	Finaccess Capital SA de CV	808	917	13.6x
25.09.2018	Sonic Corp	United States	Inspire Brands Inc	1'584	2'245	16.0x
05.04.2017	Panera Bread Co	United States	Investor Group	6'640	6'946	17.8x
21.02.2017	Popeyes Louisiana Kitchen Inc	United States	Restaurant Brands International Inc	1'616	1'728	19.9x
22.05.2015	Frisch's Restaurants Inc	United States	NRD Partners I LP	156	154	8.4x
11.09.2014	RoadChef Motorways Ltd	United Kingdom	Antin Infrastructure Partners SA	238	246	10.9x
24.08.2014	Tim Hortons Inc	Canada	Burger King Worldwide Inc	14'619	15'711	19.2x
04.08.2014	Grupo Zena SA	Spain	Alsea SAB de CV	181	303	11.5x
12.02.2014	Canada Bread Co Ltd	Canada	Grupo Bimbo SAB de CV	1'513	1'250	8.4x
3^e quartile				2'872	3'420	18.1x
Médiane				1'161	1'084	12.6x
1^{er} quartile				282	351	9.8x

Source: Refinitiv Eikon.

5.5 Analyse des primes des offres publiques d'achat en Suisse depuis 2011³²

Année	Entreprise cible	Acheteur / investisseur	Prix de l'offre (en CHF)	VWAP 60 jours (en CHF)	Prime	Taux de réussite
2011	Newave Energy Holding SA	ABB Schweiz AG	56.0	41.2	35.9%	95.3%
2011	Escor Casinos & Entertainment AG	Highlight Communications AG	17.5	17.4	0.4%	39.2%
2011	Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen II AG	350.0	326.9	7.1%	72.2%
2011	Edipresse SA	Lamunière S.A., Epalinges, Suisse; bearer shares	450.0	324.7	38.6%	37.6%
2011	EGL AG	Axpo Holding AG	850.0	703.7	20.8%	98.0%
2013	Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	115.0	75.3	52.8%	93.6%
2013	Fortimo Group AG	Forty Plus AG, Fortimo Group	136.0	114.3	19.0%	98.6%
2013	Tornos Holding AG	Walter Fust	4.7	4.5	3.8%	14.3%
2014	Swisslog Holding	KUKA Aktiengesellschaft	1.4	1.2	14.4%	92.2%
2014	Advanced Digital Broadcast Holding SA	4T S.A	15.5	12.9	20.2%	73.4%
2014	Nobel Biocare Holding AG	Danaher Corporation	17.1	13.9	23.5%	77.2%
2015	Micronas Semiconductor Holding AG	TDK Corporation	7.5	4.4	70.5%	90.5%
2016	Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding IV Sarl (EQT)	370.0	275.9	34.1%	87.2%
2016	Syngenta AG	CNAC Saturn (NL) B.V. (ChemChina)	490.3 ³³	374.0	31.1%	94.7%
2016	gategroup Holding AG	HNA Aviation Air Catering Holding Co.	53.0	38.7	37.0%	96.1%
2016	Charles Vögele AG	Sempione Retail AG (OVS)	6.4	6.4	0.0%	94.1%
2017	Actelion Ltd	Janssen Holding GmbH (Johnson & Johnson)	280.0	191.2	46.4%	92.5%
2018	Goldbach Medien	Tamedia	35.5	34.2	3.7%	96.9%
2018	Hügli Holding AG	Bell Food Group AG	915.0	800.0	14.4%	97.6%
2018	Bank Cler AG	Basler Kantonalbank	52.0	42.3	22.9%	93.3%
2019	CEVA	CMA CGM S.A	30.0	20.2	48.2%	95.7%
2019	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.	Edmond de Rothschild Holding SA	17'945.0 ³³	15'169.1	18.3%	93.3%
2019	Alpiq Holding AG	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs AG	70.0	72.5	-3.4%	13.1%
2020	Sunrise	Liberty Global plc	110.0	83.2	32.3%	96.6%
2021	Vifor Pharma AG	CSL Behring AG	167.4	118.3	41.6%	93.9%
3^e quartile					37.0%	95.7%
Médiane					22.9%	93.3%
1^{er} quartile					14.4%	77.2%

Source: Commission des OPA.

³² La vue d'ensemble contient des offres publiques d'achat volontaires en espèces. Les offres publiques d'achat portant sur des sociétés d'investissement et des sociétés immobilières ont été exclues.

³³ Y compris dividende spécial versé avant la transaction.

5.6 Table des abréviations

A, E	Attendu	FCF	Free Cashflow
ACN	Actif circulant net	FEMSA	Fomento Economico Mexicano, S.A.B. de C.V.
CA	Conseil d'administration	FMI	International Monetary Fund (Fonds monétaire international)
CAGR	Compound Annual Growth Rate (taux de croissance annuel moyen)	IFBC	IFBC AG
CAPEX	Capital Expenditures (investissements nets)	IFRS	International Financial Reporting Standards
CAPM	Capital Asset Pricing Model	Impulsora, l'offrant	Impulsora de Marcas e Intagibles, S.A. de C.V.
CFF	Chemins de fer fédéraux suisses	EI	Ecart intercartile
CH	Suisse	KPIs	Key Performance Indicators (indicateurs de performance clés)
CHF	francs suisses	LTM	Last twelve months
COPA	Commission des OPA	Méthode DCF	Méthode du Discounted Cashflow
DCF	Discounted Cashflow	SIX	SIX Swiss Exchange
EA	Exercice annuel	SLI	Swiss Leader Index
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (résultat opérationnel avant intérêts, impôts et amortissements)	Terminal Value TV	Valeur finale
		Valora	Valora Holding SA

VWAP

Volume Weighted Average Price (prix
moyen pondéré par le volume)

WACC

Weighted Average Cost of Capital
