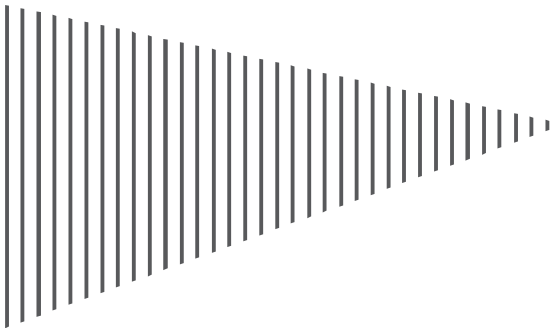


Attestation d'Équité Charles Vögele

17 Octobre 2016



**Building a better
working world**

Louis Siegrist

Partner

Valuation & Business Modeling

T +41 58 286 2131

M +41 58 289 2131

F +41 58 286 3004

E louis.siegrist@ch.ey.com

Hannes Schobinger, CFA

Executive Director

Valuation & Business Modeling

T +41 58 286 4291

M +41 58 289 4291

F +41 58 286 3004

E hannes.schobinger@ch.ey.com

Table des matières

Introduction	3
1. Contexte et engagement	4
2. Approche	6
Description de l'activité	8
3. Description de l'entreprise	9
4. Rendement d'exploitation	13
5. Analyse de marché.....	15
Considération d'évaluation	17
6. Analyse de la liquidité.....	18
7. Analyse du cours de l'action	19
8. Estimations des analystes	20
9. Analyse des cash-flows actualisés.....	21
10. Analyse de multiples	29
Attestation d'équité	30
11. Conclusion générale / Attestation d'équité	31
Annexes	32
Annexe A : Abréviations	33
Annexe B : Groupe de comparaison	35

Introduction

1. Contexte et engagement
2. Approche

Contexte et engagement

Aperçu du nombre d'actions au 16 septembre 2016

Type	
Actions émises	8,800,000
Actions propres	(263,399)
Actions en circulation (base de l'évaluation)	8,536,601
Actions destinées aux employés	(70,144)
Investisseurs stratégiques	(1,752,244)
Exclues du flottement libre	(1,822,388)
Flottement libre (actions)	6,714,213
Flottement libre (%)	78.7%

Sources : Charles Vögele, Capital IQ, EY

Contexte

- ▶ Charles Vögele est un groupe européen indépendant opérant dans le secteur du commerce de détail de vêtements. Il dispose de points de vente en Suisse, Liechtenstein, Allemagne, Autriche, Slovaquie, Hongrie, Belgique et aux Pays-Bas.
- ▶ La société mère, Charles Vögele Holding SA, détient une multitude de filiales à 100%. Dans ce rapport, « Charles Vögele » désigne le groupe constitué de la société Holding ainsi que des filiales.
- ▶ Les actions de Charles Vögele sont cotées à la bourse Suisse, SIX Swiss Exchange (SIX) depuis 1999, (www.charles-voegele.com; symbole de valeur: VCH). Le 16 septembre 2016, le capital social ordinaire était constitué de 8,800,000 actions (options exclues), dont 263,399 actions propres. Selon Capital IQ, sur les 1,822,388 actions non-cotées en bourse, 70,144 sont destinées aux employés de Charles Vögele. Ainsi, le nombre d'actions librement négociables s'élève à 6,714,213 unités d'une valeur nominale de CHF3.00 et le flottement libre s'élève à 78,7% (actions propres et actions exclues du flottement libre non comprises).
- ▶ Le 19 septembre 2016, la société offrante nouvellement créée, Sempione Retail SA (Sempione Retail), a lancé une offre publique d'achat sur Charles Vögele (offre). Sempione Retail est un groupe d'investisseurs comprenant le groupe italien OVS S.p.A (35.0%), Retail investments S.R.L (44.5%) et l'Aspen Trust Services Limited comme trustee de l'Elarof Trust (20.5%). L'offre comprend toutes les actions en circulation de Charles Vögele, à l'exception de celles en sa possession ou étant directement ou indirectement détenues par la société offrante ou une de ses filiales.
- ▶ L'offre pour les actions en circulation de Charles Vögele consiste en un paiement en trésorerie de CHF6.38 par action ayant une valeur nominale de CHF3.00. Cela correspond au prix moyen pondéré par le volume au cours des 60 derniers jours de négociation (VWAP60) le 16 septembre 2016.

Engagement

- ▶ Le conseil d'administration de Charles Vögele (conseil d'administration) a engagé Ernst & Young SA, Suisse (EY ou nous) pour élaborer une attestation d'équité. Celle-ci servira d'appui pour évaluer si l'offre de Sempione Retail est adéquate d'un point de vue financier.
- ▶ L'attestation d'équité a pour but de fournir un avis neutre au conseil d'administration et aux actionnaires publics de Charles Vögele, ainsi que de garantir que le prix proposé par action est équitable et raisonnable d'un point de vue financier.
- ▶ L'attestation d'équité ne constitue pas une recommandation quant à l'acceptation ou au rejet de l'offre. Elle ne contient aucune évaluation des conséquences possibles d'une acceptation ou d'un rejet de l'offre, et ne prédit

Contexte et engagement

les performances futures d'une action de Charles Vögele, ni le prix auquel les actions de Charles Vögele ne faisant pas partie de l'offre pourront être échangées à l'avenir.

- ▶ Notre évaluation reposant en grande partie sur des informations obtenues auprès de Charles Vögele, notre responsabilité est limitée à l'analyse et à l'évaluation attentives et professionnelles des informations qui nous ont été fournies. Par ailleurs, Charles Vögele nous a confirmé qu'elle n'avait pas connaissance de faits ni de circonstances selon lesquels les informations fournies seraient fallacieuses, inexactes ou incomplètes.
- ▶ L'attestation d'équité peut être rendue publique.

Approche et principes d'évaluation

Entretiens avec la direction de Charles Vögele

Nom	Position
Markus Vögeli	CEO & CFO
Jürg Bieri	Director Group Finance & Systems

Source : Charles Vögele

Approche

- ▶ Pour évaluer l'équité financière d'une offre, EY a pris en considération divers éléments. En outre, cette attestation d'équité a été établie selon les étapes suivantes:
 - Demande des informations pertinentes pour l'évaluation
 - Analyse des informations obtenues auprès de la cible, spécialement du plan d'affaires et des chiffres financiers
 - Conduite d'entretiens avec des représentants de l'entreprise (direction, voir le tableau ci-contre)
 - Estimation de la valeur de Charles Vögele à l'aide d'analyses des cours boursiers et de méthodes d'évaluation appropriées
 - Analyses de sensibilité par rapport aux leviers de création de valeur importants
 - Réflexions portant sur la plausibilité des résultats, à l'aide de méthodes d'évaluation alternatives
 - Évaluation de l'offre par un comité interne d'attestation d'équité de EY
- ▶ Cette attestation d'équité a été élaborée du point de vue de tous les actionnaires publics. Notre analyse n'a pris en compte aucun impôt personnel, ni d'autres conséquences de l'acceptation ou du rejet de l'offre. La prise en compte de ces éléments ne serait pas possible en raison du nombre d'intérêts divergents des actionnaires.

Principes d'évaluation

- ▶ L'évaluation a pour objectif de déterminer la valeur d'une action de Charles Vögele à la date du 16 septembre 2016. Le capital social de Charles Vögele s'élève à 8,800,000 actions d'une valeur nominale de CHF3.00. Le nombre d'actions propres est de 263,399. Le nombre d'options détenues par les employés s'élève à 159'965 à un prix d'exercice entre CHF15.85 et CHF33.90. Sur la base de la valeur d'entreprise, toutes les options sont « out-of-the-money ».

Approche et principes d'évaluation

Méthodes d'évaluation

Élément
Méthode du cash-flow actualisé (CFA)
Approche de multiples (multiples de marché et de transactions)
Estimations des analystes au sujet du prix indicatif
Analyse du prix de l'action – VWAP (60)

Source : EY

- ▶ En principe, sous condition de l'efficience des marchés, le prix par action d'une société cotée et liquide constitue une indication adéquate de sa valeur. Ceci induit que les actions soient échangées en nombre suffisant. C'est le cas pour Charles Vögele, comme ce rapport le démontrera par la suite.
- ▶ Pour étayer d'avantage notre analyse, en plus de l'analyse du cours de l'action de Charles Vögele, d'autres méthodes d'évaluation et analyse ont été appliquées. Elles figurent dans le tableau ci-contre.

Conclusion

Sur la base des résultats obtenus grâce à diverses méthodes, nous avons déterminé une plage de valeur marchande équitable pour une action de Charles Vögele.

Pour être considérée comme équitable d'un point de vue financier, l'offre publique d'achat de Sempione Retail doit se situer dans cette plage, ou au-dessus.

Description de l'activité

3. Description de l'entreprise
4. Rendement d'exploitation
5. Analyse de marché

Description de l'activité

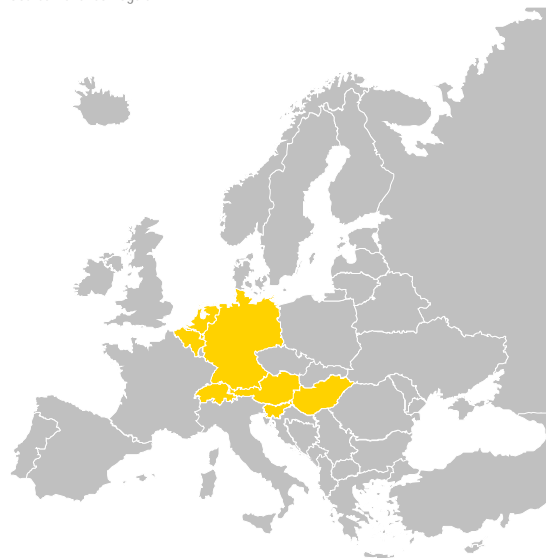
Logo de la société

Source : Charles Vögele



Marchés cibles de Charles Vögele

Source : Charles Vögele



Histoire de l'entreprise

- ▶ Charles Vögele a été fondée en 1955 par Charles et Agnes Vögele, sous le nom de Charles Vögele s.à.r.l. Au cours des années suivant sa création, l'entreprise a construit et agrandi son réseau de succursales en Suisse.
- ▶ L'expansion du groupe à l'international débuta en 1979 avec l'ouverture d'une filiale en Allemagne. Elle se poursuit par l'ouverture de nombreuses succursales en Autriche (1994), Belgique et Pays-Bas (2000), Slovénie (2005), Hongrie, Pologne et République Tchèque (2006) ainsi qu'au Liechtenstein (2011). En 2014, Charles Vögele décida de se retirer de la Pologne et de la République Tchèque.
- ▶ En 1999, Charles Vögele est entré au SIX Swiss Exchange. Dès lors, ses actions ont été cotées en bourse.
- ▶ Fin 2015, le groupe exploitait 761 succursales et employait 6,209 employés (fin 2011 : 817 succursales et 7,279 employés).
- ▶ Notre évaluation a été effectuée sur une base consolidée.

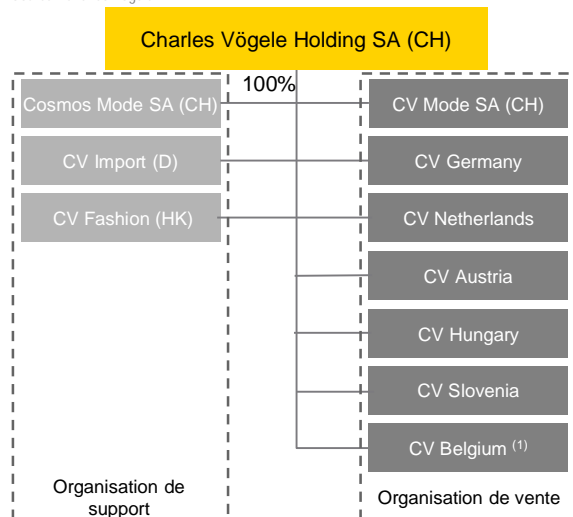
Modèle d'affaires

- ▶ Charles Vögele possède une chaîne de magasins opérant dans plusieurs pays d'Europe. La société commercialise des vêtements et des accessoires pour femmes, hommes et enfants. Depuis 2011, elle commercialise également ses marchandises sur sa boutique en ligne.
- ▶ Les activités de Charles Vögele sont réparties dans en quatre régions principales : Suisse (CH), Allemagne (DE), Europe centrale et orientale (CEE) et le BeNeLux (Ben).
- ▶ L'entreprise offre des produits de milieu de gamme, ciblant spécialement une clientèle féminine âgée de plus de quarante ans. Son objectif est d'offrir aux clients des vêtements de bonne qualité et à la mode, à un bon rapport qualité / prix.

Description de l'entreprise

Structure de l'entreprise

Source : Charles Vögele

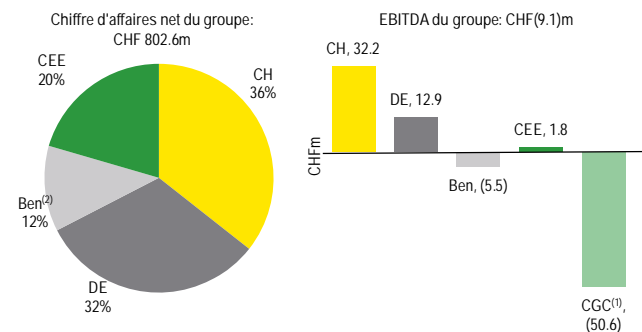


Remarque :

- ▶ Charles Vögele va se retirer du marché belge en FY16

Répartition du chiffre d'affaires et de l'EBITDA par région

Source : Charles Vögele (rapport annuel 2015)



Remarque sur le graphique :

1. Central du groupe et consolidation
2. Ben = Benelux

Structure de l'entreprise

- ▶ Le siège de Charles Vögele se situe à Pfäffikon SZ, en Suisse. Le groupe est constitué de sociétés de distribution propres à chaque pays ainsi que d'entités en charge de fonctions de support. Toutes les filiales sont détenues par Charles Vögele Holding SA.
- ▶ Charles Vögele Mode SA (CV Mode SA), qui a fusionné en juin de FY15A avec Charles Vögele Trading SA, gère les activités de vente en Suisse et à l'étranger. De plus, elle assure divers services, tels que les achats, l'IT, les ressources humaines, la comptabilité, le contrôle de gestion, les affaires légales et la conformité.
- ▶ Cosmos Mode AG est propriétaire de l'ensemble des marques du groupe. Charles Vögele Fashion (HK) Ltd. (CV Fashion) est le bureau de sourcing du groupe. Il coordonne les activités avec les fournisseurs en Asie, tandis que Charles Vögele Import GmbH (CV Import) prend en charge les formalités douanières.

Chiffre d'affaires et EBITDA du groupe

- ▶ Le chiffre d'affaires FY15A a été généré à proportion égale sur les marchés suisse (36%) et allemand (32%). Ces deux marchés ont également les marges EBITDA les plus élevées du groupe (Suisse : 11.3%, Allemagne : 5.0%).
- ▶ Le marché de l'Europe centrale et Europe de l'Est a contribué à hauteur de 20% du chiffre d'affaires total, atteignant une marge EBITDA de 1.1% en FY15. De son côté, le Benelux a généré 12% du chiffre d'affaires et une marge EBITDA négative de (5.7%).

Description de l'entreprise

Défis opérationnels

- ▶ Depuis 2001, Charles Vögele a subi une baisse significative de son chiffre d'affaires et de sa rentabilité.
- ▶ Au cours des dernières années, Charles Vögele s'est repositionnée plusieurs fois en adaptant son portefeuille de marques et en remplaçant plusieurs membres de sa direction. Depuis 2015, la compagnie mise sur une marque et deux collections distinctes (Modern et Classique). En dépit de ces changements et de son expansion sur de nouveaux marchés, Charles Vögele n'a jusqu'à présent pas été en mesure d'augmenter ses ventes et d'améliorer durablement sa rentabilité.
- ▶ L'appréciation du franc suisse, en 2012 et 2015, a fortement impacté les résultats financiers de Charles Vögele. Les effets du franc fort continuent fortement d'influencer négativement les résultats de l'entreprise.
- ▶ Le renforcement de la concurrence sur les marchés principaux de Charles Vögele a conduit à une pression croissante sur les prix, un allongement des délais de vente et une augmentation des frais de location, ce qui eut des effets négatifs sur les résultats opérationnels.
- ▶ En outre, la demande sur le marché suisse a constamment diminué depuis 2009, ce qui a eu une incidence négative sur les résultats d'exploitation de Charles Vögele.

Retrait de la Belgique

- ▶ En raison de résultats opérationnels négatifs récurrents sur le marché belge, la direction de Charles Vögele a décidé de stopper ses opérations dans ce pays.
- ▶ Les mesures de redressement instaurées sur le marché belge, tels que la rationalisation du portefeuille des points de vente, des changements dans l'équipe de direction et des investissements dans la promotion de la marque, ont certes permis d'améliorer les résultats, mais n'ont pas été suffisantes pour réaliser des profits opérationnels. En outre, un contexte économique difficile, la complexité du marché belge et le moral des consommateurs ont été des facteurs aggravants des mauvaises performances de Charles Vögele.
- ▶ Selon un communiqué de presse, Charles Vögele a déposé en juin 2016 une demande de réorganisation judiciaire. Le groupe devrait ainsi se retirer de la Belgique d'ici à fin 2016.

Description de l'entreprise

Mesures de restructuration

- ▶ La pérennité de Charles Vögele doit être assurée et l'entreprise doit surmonter les défis en question ainsi qu'augmenter sa profitabilité durable grâce à un programme de transformation. Les mesures prises comprennent des innovations en matière de produits (notamment le lancement de produits phares), l'amélioration de la gestion des flux de marchandises, la transformation des magasins en un nouveau format, la revitalisation de la marque ainsi que des adaptations structurelles. Dans le cadre de cette stratégie, une grande partie des magasins en Suisse ont déjà été réaménagés fin 2015.
- ▶ Charles Vögele a réalisé une analyse stratégique de la rentabilité de ses magasins. Il est prévu que certaines succursales déficitaires soient fermées au cours des prochaines années. Les points de vente qui ne sont actuellement pas rentables, mais qui sont situés à des emplacements stratégiques seront conservés et optimisés.

Financement

- ▶ En Avril 2016, le contrat de crédit syndiqué expirant a été prolongé jusqu'en juin 2018. Cette ligne de crédit, s'élevant à CHF245m, permettra à Charles Vögele de poursuivre ses activités opérationnelles et de mettre en œuvre les mesures de transformation.
- ▶ La vente de certains biens immobiliers non stratégiques doit permettre à Charles Vögele, à long terme, de réduire sa ligne de crédit et d'améliorer le niveau de ses fonds propres.

L'évolution du chiffre d'affaires historique et benchmarking

1 Les ventes nettes de Charles Vögele diminuent de façon constante, depuis plusieurs années. Entre FY13A et FY15A, le chiffre d'affaires net s'est réduit en moyenne de 7.9% par an, passant de CHF947m à CHF803m.

La réduction historique du chiffre d'affaires a été provoquée d'une part par la pression sur les prix due à l'intensification de la concurrence, d'autre part par l'impact négatif du franc suisse fort sur les ventes effectuées dans des devises étrangères.

De plus, l'automne chaud de FY15 a impacté négativement les ventes dans tous les marchés.

La direction prévoit une croissance modérée des ventes dans son plan d'affaires.

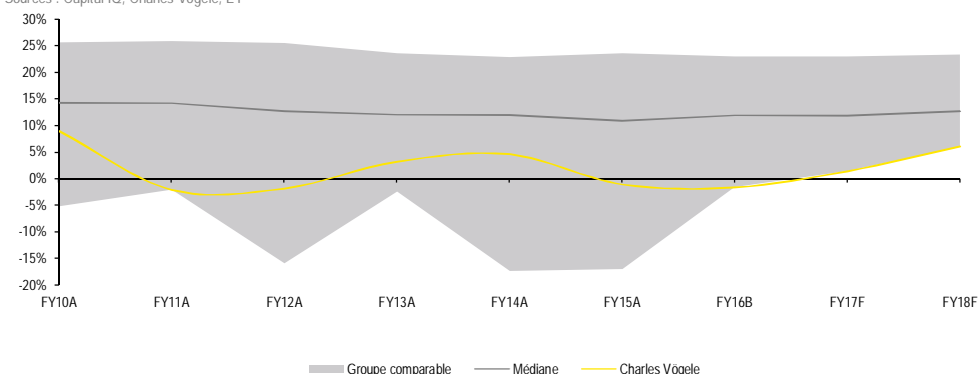
Données financières FY13A-FY15A

Devise: CHF 000	FY13A	FY14A	FY15A
Chiffre d'affaires net	946,518	901,160	802,577
Bénéfice brut	622,735	603,858	516,548
EBITDA	29,603	40,914	(9,102)
EBIT	(20,036)	1,604	(51,324)
Résultat de l'exercice	(35,948)	(10,833)	(61,787)
KPIs			
Croissance/baisse du chiffre d'affaires 1	(2.6)	(4.8)	(10.9)
Marge brute	65.8	67.0	64.4
Marge EBITDA	3.1	4.5	(1.1)
Marge EBIT	(2.1)	0.2	(6.4)

Sources : Charles Vögele, EY

Marge d'EBITDA **2**

Sources : Capital IQ, Charles Vögele, EY



2 Les marges d'EBITDA passées et futures de Charles Vögele se situent dans la fourchette inférieure du groupe comparable. En FY11A, FY12A et FY15A les marges d'EBITDA étaient négatives. Une marge d'EBITDA opérationnelle négative (1.7%) est également attendue en FY16B (sans prendre en compte un résultat éventuel de la vente de certains biens immobiliers).

De même que le chiffre d'affaires, les marges d'EBITDA sont relativement faibles, principalement en raison du franc suisse fort et de l'intense concurrence régnant dans l'industrie du vêtement. À partir de FY17F, une marge d'EBITDA positive de 1.4 % est attendue. Elle devrait être atteinte grâce à l'implémentation du programme de transformation « CVision ». Les investissements nécessaires à l'atteinte de cet objectif sont conformément pris en compte dans le plan d'affaires.

Malgré les mesures d'optimisation et l'amélioration des marges, que la marge d'EBITDA de Charles Vögele devrait rester dans la région inférieure du groupe comparable.

Les marges futures ont été ajustées et ne comprennent pas d'effets ponctuels (one-offs).

L'évolution du chiffre d'affaires historique et benchmarking

1 La marge d'EBIT évolue de façon analogue à la marge d'EBITDA. Elle se situe en bas de la fourchette du groupe comparable.

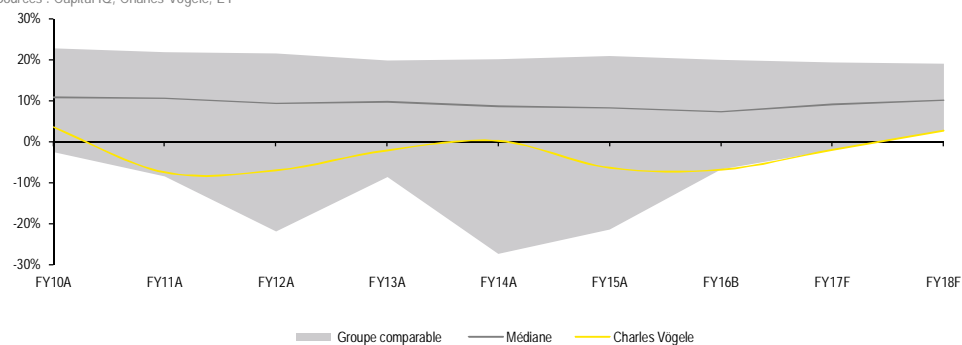
La marge d'EBIT devrait passer de (6.8%) en FY16B à 2.7% en FY18F, puis s'établir à ce niveau sur le long terme.

Afin de redonner un nouvel élan à Charles Vögele et d'améliorer la rentabilité à long terme, la direction va intensifier la mise en œuvre des mesures de transformation. Celles-ci comprennent :

- L'accélération du renouvellement des collections (10 fois par an) et le développement de produits phares
- L'augmentation de l'aspect émotionnel des espaces de vente sur la base de nouveaux concepts
- L'optimisation des processus et l'implémentation d'améliorations concernant les coûts structurels

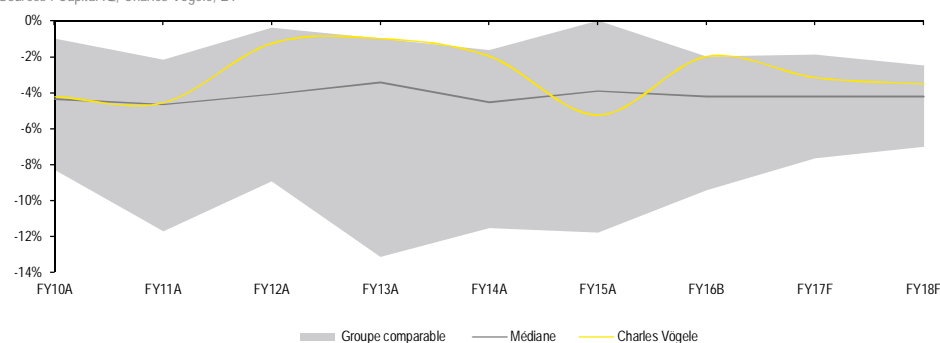
Marge d'EBIT **1**

Sources : Capital IQ, Charles Vögele, EY



Investissements en % du chiffre d'affaires (CAPEX, représenté négativement) **2**

Sources : Capital IQ, Charles Vögele, EY



2 En FY10A et FY11A, les investissements de Charles Vögele se trouvaient dans la moyenne du groupe comparable. Puis elle a considérablement réduit ses dépenses entre FY12A et FY14A.

Dans le cadre du Programme de transformation « CVision », Charles Vögele a procédé en FY15A à des investissements importants dans la modernisation des espaces de vente. Durant FY15A, 274 magasins ont été rénovés au total. Par conséquent, les investissements en pourcentage des ventes se sont établis à 5.3%.

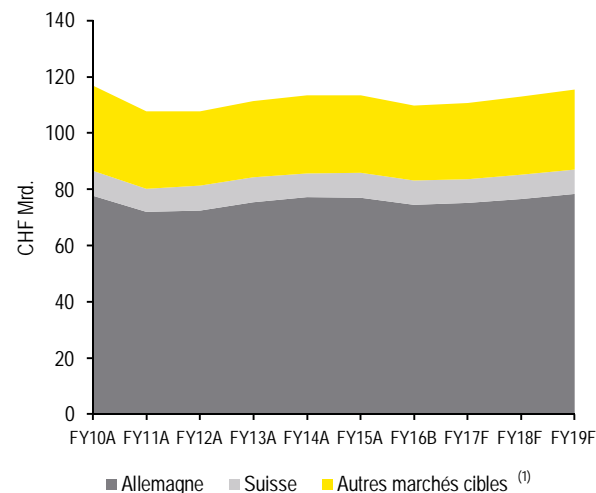
La baisse des investissements en FY16B est due aux pertes d'exploitation.

Durant la période FY18F, le Capex correspond au niveau d'investissement normalisé.

Marchés cibles

Dépenses totales des ménages pour l'habillement dans les marchés de Charles Vögele, de 2010 à 2019

Sources : BMI « Europe Retail. Market Forecasts to 2019 »



Remarque:

- Comprend: l'Autriche, les Pays-Bas, la Hongrie et la Slovaquie.

Statu quo

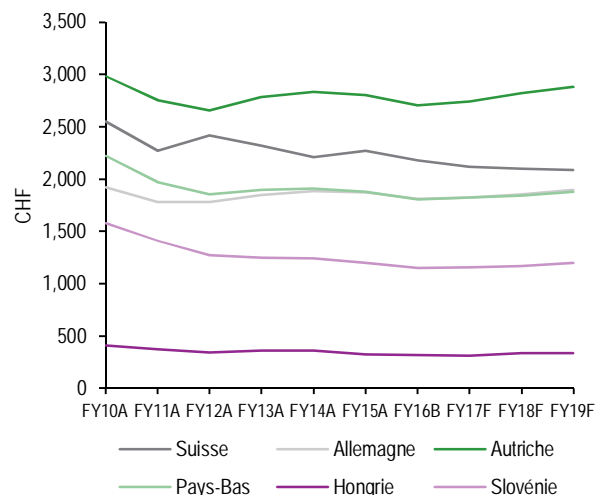
- Durant les dernières années, la concurrence dans l'industrie du textile et du vêtement s'est intensifiée dans les marchés de Charles Vögele.
- En Suisse, la pression accrue sur les prix, le franc fort, l'augmentation du shopping sur Internet et les achats transfrontaliers ont déjà conduit à plusieurs cas d'insolvabilité et de fermetures:
 - À titre d'exemple, la société de mode Bernie's qui, après avoir notifié son insolvabilité et été reprise par un nouvel investisseur, a dû fermer toutes ses succursales à Zürich. Depuis Janvier 2016, la nouvelle Bernie's Fashion SA se trouve en liquidation.
 - Une autre entreprise de textile, Companys, a fait faillite en automne 2015. Malgré sa reprise par le groupe de mode danois DK Company, plusieurs succursales ont été fermées en Suisse.
- La société allemande de textile, Steilmann SE, a déposé le bilan en mars 2016 (cinq mois après son introduction en bourse). Un liquidateur judiciaire est actuellement à la recherche d'investisseurs potentiels. En raison de la situation difficile des marchés et de l'industrie du textile, il n'est pas exclu que la société soit démantelée pour être vendue.
- Le nombre croissant d'utilisateurs d'internet et d'applications mobiles a contribué à un transfert des ventes vers le commerce électronique. Le commerce en ligne a gagné en importance en tant que canal de vente et outil marketing.
- Selon une étude du « Centre for the Promotion of Imports » (CBI), le marché européen du vêtement a fortement changé sous l'effet de la mondialisation et de facteurs technologiques et démographiques. Les consommateurs européens sont devenus plus soucieux de la mode (fashion conscious), souhaitent une large gamme de produits et utilisent activement internet et les réseaux sociaux pour suivre les tendances et effectuer leurs achats. En outre, le développement durable joue un rôle de plus en plus important dans l'esprit des consommateurs.¹
- Le graphique ci-contre montre les dépenses totales des ménages pour l'habillement pour les marchés dans lesquels Charles Vögele est présent.

¹ Centre for the Promotion of Imports: « Which trends offer opportunities on the European apparel market? », du 9 décembre 2015

Marchés cibles

Dépenses par ménage pour l'habillement dans les marchés de Charles Vögele, de 2010 à 2019

Sourc : BMI « Europe Retail, Market Forecasts to 2019 »



Moteur de croissance et perspective

- ▶ Selon CBI les détaillants et les marques européens tentent d'offrir plus de flexibilité et de transparence en termes de processus d'achat et de produits. Cela oblige les entreprises à être proactives et à proposer d'avantage de services précédant l'achat, entre autres, à augmenter leur présence sur les réseaux sociaux.
- ▶ Selon CBI, les tendances et opportunités énumérées ci-dessous joueront un rôle important dans l'industrie du vêtement en Europe:
 - Le vieillissement de la population continue de croître. La proportion de la population européenne âgée de 65 ans ou plus va passer de 17% en 2010 à environ 30% en 2060. Dans le même temps, il est prévu que le mode de vie des séniors devienne plus actif (Active Lifestyle). Ainsi, ce groupe de consommateurs va gagner en importance.
 - Au cours des 5 à 10 prochaines années, les Baby-boomers (nés entre 1946 et 1964) deviendront les plus grands consommateurs de vêtements. Sur le long terme, ils seront dépassés par la Génération Y (nés entre 1980 et 2000). Ce groupe de consommateurs aura une vision différente de la mode et du design. Il préférera des vêtements avec des appareils intégrés et des technologies portables.
 - Évolution des modes d'achat (notamment grâce à l'utilisation croissante des nouveaux médias mobiles et sociaux).
 - Transparence, traçabilité et développement durable dans la chaîne d'approvisionnement.
 - Plus d'efficacité dans la prévision des ventes, augmentant la rapidité des lancements (speed to market) et créant une offre axée sur la demande (just-in-time delivery).
 - Développement de la production et de la consommation dans les marchés émergents. Le marché mondial des vêtements pour femmes devrait croître d'environ 5% par année, au cours des dix prochaines années. Sa croissance dans les marchés émergents dépassera probablement 5% par année, en raison d'évolutions démographiques et économiques.
- ▶ L'étude réalisée par Business Monitor International (BMI) prévoit que les dépenses annuelles des ménages en Allemagne et en Suisse, les deux plus grands marchés de Charles Vögele, augmenteront à partir de 2017 et 2019 (voir le graphique de ci-contre).

Considération d'évaluation

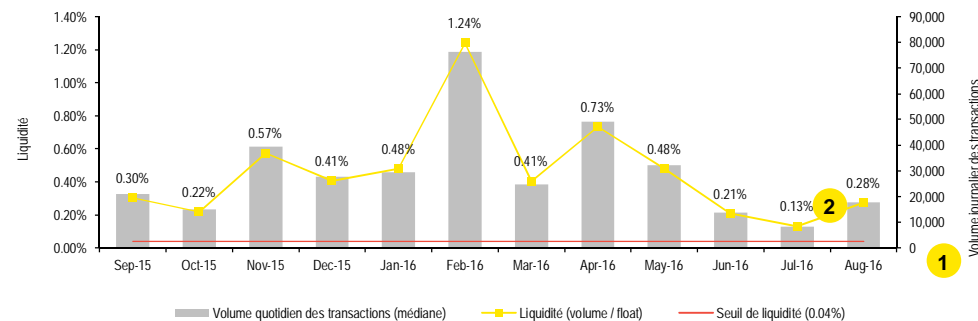
6. Analyse de la liquidité
7. Analyse du cours de l'action
8. Estimations des analystes
9. Analyse des cash-flows actualisés
10. Analyse de multiples

Liquidité selon la commission des offres publiques d'acquisitions (OPA)

1 L'analyse des liquidités indique que des transactions ont été enregistrées chaque jour de cotation.

Volume de négociation et de liquidité des actions de Charles Vögele

Sources : Capital IQ, EY



2 L'analyse montre également que le volume mensuel des transactions dépassait chaque mois nettement le seuil de liquidité de 0.04%. C'est pourquoi les actions de Charles Vögele sont considérées comme étant liquides.

Remarques sur le graphique

- Le graphique indique le volume des transactions (médiane mensuelle) et la liquidité de l'action sur la période d'observation, de septembre 2015 à août 2016. Les données sur lesquelles repose l'analyse des liquidités ont été obtenues auprès de Capital IQ.
- Le seuil de liquidité est fixé à 0.04% par la Commission des OPA, voir notamment la Circulaire n° 2 « Liquidité au sens du droit des OPA ».

Conclusion

Étant donné que les actions de Charles Vögele sont liquides, le prix par action constitue un élément important dans l'évaluation de l'équité financière de l'offre.

Analyse du prix de l'action

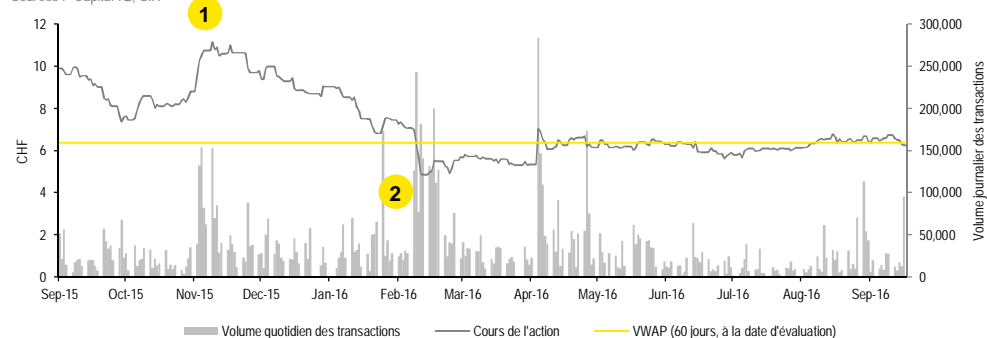
1 Le cours de clôture le plus élevé a été observé le 9 novembre 2015 (CHF11.15).

3 Le 16 septembre 2016, le cours de clôture était de CHF6.25, tandis que le cours moyen pondéré en fonction de volume des transactions (VWAP60) s'élevait à CHF6.38 selon des données de SIX.

2 Le cours de clôture le plus bas des 12 derniers mois a été observé le 12 février 2016 (CHF4.85).

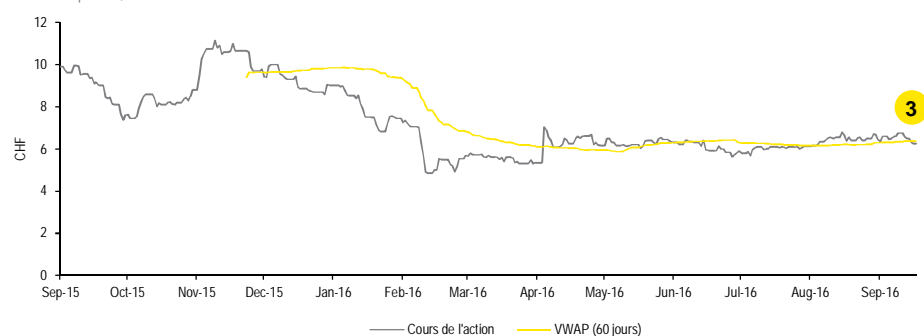
Évolution du prix de l'action et volume de négociation (septembre 2015 à septembre 2016)

Sources : Capital IQ, SIX



Évolution du VWAP60 (novembre 2015 à septembre 2016)

Sources : Capital IQ, SIX



Remarques sur les graphiques

- Les graphiques indiquent le prix de l'action sur une période de 52 semaines.
- Le VWAP est une approximation basée sur des données provenant de Capital IQ et de SIX.

Prévisions des analystes et estimations du prix cible

1 Selon les estimations des analystes de Vontobel du 25 août 2016, le prix cible actuel par action est de CHF5.0. Ce prix cible ne représente pas une évaluation précise à une date donnée. Il se rapporte d'avantage à l'évolution possible et attendue du cours durant les 12 prochains mois.

La Banque Cantonale de Zurich a publié le 25 août 2016 une estimation du prix cible de l'action de Charles Vögele. Selon le CMPC utilisé, le cours de l'action est marginalement positif ou même négatif.

Aperçu des prévisions pour Charles Vögele

1 Vontobel (CHF5.0), 25 août 2016	FY16B	FY17F	FY18F	FY19F
Croissance des ventes	(2.4%)	0.5%	0.6%	1.0%
Bénéfice brut	65.1%	65.4%	65.9%	n/a
Marge d'EBITDA	0.6%	2.2%	4.2%	n/a
Marge d'EBIT	(3.4%)	(1.7%)	0.4%	1.6%

Source : Vontobel

Remarques sur le tableau :

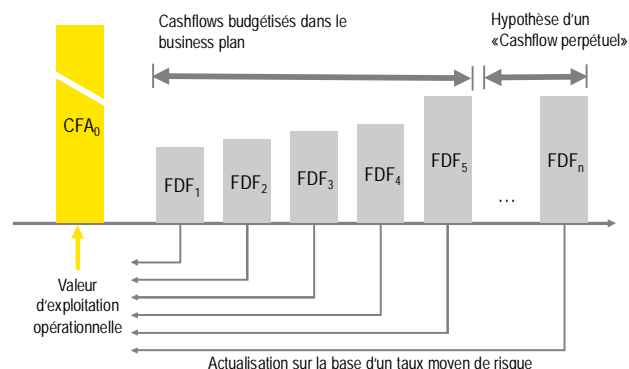
- ▶ Le tableau représente les indicateurs de performance (KPI) sur lesquels repose l'estimation du prix cible.
- ▶ Le retrait du marché belge de Charles Vögele n'avait pas été rendu publique au moment de la publication des prévisions de Vontobel et n'est donc pas pris en considération dans le prix cible.

2 Les analystes s'attendent à une marge d'EBIT de 0.4% à partir de FY18F.

Hypothèses et plan financier

Méthode du cash-flow actualisé (CFA)

Source : EY



Remarques concernant le graphique:

- ▶ La méthode du CFA détermine la valeur d'exploitation d'une société en actualisant le flux de fonds disponibles (FDF) prévu au coût moyen pondéré du capital (CMPC).
- ▶ Les FDF représentent les flux de fonds avant le financement des activités et donc ceux auxquels ont droit les porteurs d'actions et d'obligations. Pour obtenir la valeur nette, la valeur commerciale de la dette de l'entreprise est déduite. En outre, les autres actifs/passifs non couverts dans le calcul du FDF sont ajoutés/déduits.
- ▶ Si l'on suppose la poursuite des activités, la période formelle du plan financier est suivie d'une hypothèse concernant un FDF durable. Ce cash-flow durable sert de base pour calculer la valeur terminale. La valeur terminale inclut la valeur actuelle de tous les FDF suivant la période du plan financier.

Hypothèses du CFA

- ▶ Notre analyse des CFA se base sur les hypothèses suivantes :
 - Date d'évaluation: 16 septembre 2016
 - Période du plan financier: les cash-flows de FY16B à FY18F sont définis sur la base des chiffres fournis par la direction. Les estimations financières pour FY19F et FY20F ont été élaborées en coordination avec la direction et se reposent sur les valeurs de FY18F, ajustées avec le taux de croissance à long terme 1.0% (voir : le paragraphe « Hypothèses pour l'année du calcul de la valeur terminale FY20N »).
 - Valeur résiduelle basée sur FY20N
 - Devise de présentation : CHF
 - Taux d'imposition : 20% (taux d'imposition moyen du groupe, selon la direction de Charles Vögele)

Plan financier

- ▶ La valorisation CFA repose sur un plan financier préparé par la direction. Il comprend la période fiscale actuelle (FY16B) ainsi que les périodes FY17F et FY18F. Le plan financier a été réalisé de façon consolidée et assume un taux de change constant de CHF/ EUR 1.07.
- ▶ Les chiffres FY16B à FY18F ont été approuvés par le conseil d'administration de Charles Vögele.
- ▶ Le retrait de la Belgique est pris en compte dans le calcul des cash-flows.
- ▶ Les hypothèses concernant la valeur résiduelle (notamment les marges d'EBIT(DA) et le niveau durable des investissements), ont été élaborées lors de discussions avec la direction ainsi qu'en fonction des données issues du groupe de comparaison et des estimations des analystes.
- ▶ Il convient de noter qu'à ce stade, les mesures de restructuration et d'optimisation, sur lesquelles se base le plan financier, n'ont pas été totalement implémentées. Par conséquent, le plan financier inclue un risque non négligeable lié à leur réalisation. L'évolution budgétaire positive dépendra entre-autre des facteurs suivants:
 - L'implémentation efficace et rapide du programme de restructuration « CVision »
 - L'atteinte des objectifs liés à la vente de biens immobiliers
 - Le retrait du marché belge conformément aux plans
 - Aucune nouvelle appréciation significative du Franc suisse

Principales hypothèses d'évaluation

Aperçu des principales hypothèses d'évaluation par CFA

Indicateur	Année(s)	Hypothèse	Source
Ø Croissance moyenne du chiffre d'affaires %	FY16B-FY20F	2.9%	Mgmt./ EY
Taux d'impôt %	FY16B-FY20N	20.0%	Mgmt.
VR calcul	FY20N	Gordon-Growth	EY
VR taux de croissance	FY20N	1.0%	EY
CMPC	FY16B-FY20N	8.5%	EY

Sources : Charles Voegelé, Capital IQ, BMI, EY

Remarque sur le tableau

- Modèle de « Gordon-Growth »: formule de croissance perpétuelle utilisée pour déterminer la valeur terminale des CFA.

Principales hypothèses d'évaluation des CFA

- Les principales hypothèses du plan financier figurent dans le tableau ci-contre et sont également décrites dans les paragraphes ci-dessous.

Chiffre d'affaires

- Le plan financier repose sur les leviers de création de valeur présentés dans la description de l'entreprise. Une baisse de 4.0% est attendue pour FY16B. À partir de FY17F, le plan financier se base sur une croissance du chiffre d'affaires entre 1.0% et 5.3%. Sur l'ensemble de la période de prévision (de FY16B à FY20F), la croissance moyenne du chiffre d'affaires est de 2.9%, ce qui le succès des mesures de transformation « C'Vision ». En outre, le rebranding et des changements réguliers des collections devraient aider à augmenter le chiffre d'affaires sur le marché suisse.
- Le plan financier assume une croissance uniquement organique et, par conséquent, exclut toute croissance résultante d'éventuelles acquisitions.

Marge d'EBITDA

- Les marges d'EBITDA et d'EBIT s'amélioreront sur le long terme et atteindront des valeurs positives. Néanmoins, elles resteront dans la partie inférieure de la fourchette du groupe comparable.
- Cette tendance positive vers une augmentation de la marge d'EBITDA est due d'un côté à l'augmentation des ventes et à la réduction des coûts et de l'autre à la sortie du marché belge et aux effets positifs des mesures d'optimisation.

Dépenses en capital / amortissements

- En raison des résultats d'exploitation négatifs, les investissements (Capex) dans les immobilisations corporelles ont été réduits.
- Une augmentation des investissements est prévue au cours des prochaines années.
- Les amortissements annuels devraient diminuer par rapport à FY16B, conformément au plan financier. Cette baisse est principalement imputable à la vente de biens immobiliers (voir ci-dessous).

Principales hypothèses d'évaluation

Vente de biens immobiliers

- ▶ Charles Vögele envisage de vendre certaines propriétés une partie de son portfolio immobilier (certains biens immobiliers non stratégiques) d'une valeur marchande d'environ CHF100m. Certains sites continueront d'être exploités sur le principe « sale-and-leaseback ». Les biens immobiliers considérés stratégiques resteront dans le portfolio de Charles Vögele.

Pertes fiscales reportées

- ▶ Charles Vögele dispose d'importants reports de pertes fiscales dans plusieurs pays, entre autres au niveau de la holding suisse. Dans le cadre des transferts internes, les entités nationales enregistrent des gains négligeables, de sorte que leurs reports de pertes soient marginales.
- ▶ La restructuration, les mesures d'optimisation et les risques liés à celles-ci pourraient, entre autre, conduire à la caducité du report de perte. Pour cette raison, l'évaluation de la valeur de l'entreprise inclue uniquement les pertes fiscales reportées en Suisse. Les avantages fiscaux jusqu'en FY20F sont reflétés dans le plan financier. Pour les années suivantes, la valeur actualisée des avantages fiscaux a été calculée séparément.
- ▶ Les dépenses fiscales en Allemagne et en Autriche ont été conformément prises en compte dans le plan financier, sur la base du modèle d'affaires de Charles Vögele dans ces pays (méthode-cost-plus).

Actifs hors exploitation ou engagements hors bilan

- ▶ Les recettes et dépenses liées aux biens immobiliers mis en location et qui n'appartiennent pas à la partie opérationnelle de l'entreprise sont prises en compte dans le plan financier et par conséquent incluses dans le calcul CFA.
- ▶ Selon les informations de la direction, Charles Vögele ne possède, à l'exception de biens immobiliers, aucun actif hors exploitation significatif ni engagement non inscrit au bilan.
- ▶ L'ensemble des liquidités est considéré comme opérationnel par la direction et donc n'augmente pas la valeur de l'entreprise.

Principales hypothèses d'évaluation

Passifs financiers et provisions

Devise: mCHF

Total dette financière ¹	200.6
Provisions (au 31.07.2016)	10.3

Source : Charles Vögele

Remarque sur le tableau :

1.Moyenne sur une base mensuelle.

Passifs financiers / dette portant des intérêts et provisions

- ▶ Charles Vögele possède une ligne de crédit avec une limite à CHF245m. Elle est principalement utilisée pour faire face aux fluctuations saisonnières du fonds de roulement net (FDR) (provoquées par les variations des stocks).
- ▶ La dette financière de Charles Vögele est principalement composée de la dette provenant de la ligne de crédit ainsi que de leasings financiers.
- ▶ En raison des fortes variations de la dette financière, l'évaluation se base sur une combinaison d'une approche annuelle (flux de trésorerie, fluctuation du fond de roulement, etc.) et d'une approche mensuelle pour la dette financière (en contraste avec la valeur de clôture normalement utilisée). Pour le calcul de la période FY15A nous avons utilisé la moyenne mensuelle de la ligne de crédit, des délimitations des charges financières et des leasings financiers. La somme de ces trois positions (CHF200.6m) est considérée comme la dette portant intérêt et a été déduite de la valeur de l'entreprise lors de l'évaluation CFA.
- ▶ De plus, les provisions (CHF10.3m au 31 juin 2016) sont également considérées comme de la dette, car elles sont liées à des sorties futures de liquidités et doivent donc être soustraites à la valeur de l'entreprise (voir tableau ci-contre).

Plan de participation des collaborateurs

- ▶ Pour motiver ses collaborateurs, Charles Vögele possède un programme de participation basé sur des options. Cependant, toutes les options sont, selon le cours boursier et notre évaluation CFA « out-of-the-money ». Pour cette raison, elles ne sont pas prises en compte dans l'évaluation CFA.

Fonds de roulement net

1 Le fonds de roulement net (FDR) de FY15A à FY18F se base respectivement sur les chiffres de décembre dans le plan financier. Le FDR pour FY19F et FY20F a été défini en fonction des chiffres de FY18F et ajusté par rapport aux ventes annuelles.

Le FDR est estimé à 5.1% du chiffre d'affaires, en FY16B. Selon le plan financier et en accord avec la direction, il devrait s'élever à 5.9% à partir de FY18F. Ceci est principalement imputable à la future augmentation des stocks.

Évolution du fonds de roulement net **1**

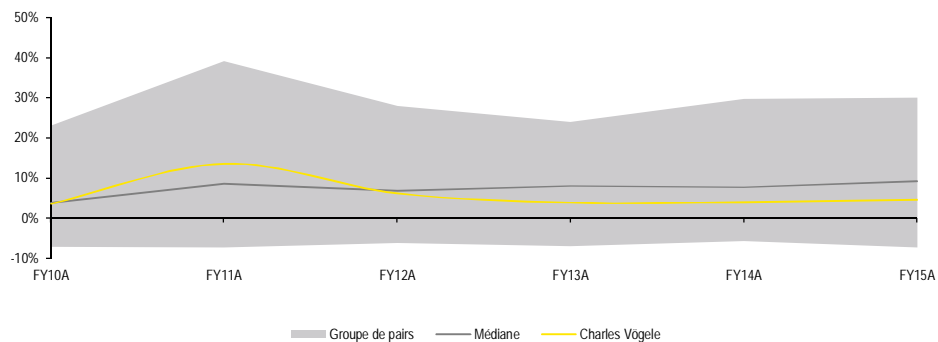
Devise: CHF 000	FY15A	FY16B	FY17F	FY18F	FY19F	FY20F
Chiffre d'affaires total	802,577	770,474	804,550	847,545	856,281	865,107
Fond de roulement net (FDR)	42,344	39,435	44,684	50,400	50,920	51,444
FDR en % du chiffre d'affaires	5.3%	5.1%	5.6%	5.9%	5.9%	5.9%

Source : Charles Vögele

2 Les valeurs historiques du FDR de Charles Vögele se situent dans la partie médiane de la fourchette du groupe de comparaison.

Évolution historique du FDR **2**

Source : Capital IQ



Hypothèses pour l'année du calcul de la valeur terminale FY20N

Inflation à long terme pondérée par le chiffre d'affaires

Région	% Chiffre d'affaires	Inflation (long terme)
Zone Euro	64%	1.8%
Suisse	36%	1.3%
Total	100%	1.6%

Sources : Charles Vögele, BMI, EY

Taux sans risque pondéré par le chiffre d'affaires

Région	% Chiffre d'affaires	Taux sans risque
Zone Euro	64%	1.4%
Suisse	36%	0.4%
Total	100%	1.0%

Sources : Charles Vögele, Capital IQ, EY

Taux de croissance perpétuelle

- ▶ Dans l'hypothèse de la continuité des activités de Charles Vögele, un taux de croissance à l'infini doit être déterminé. Généralement, nous définissons le taux de croissance perpétuelle comme étant égal à l'inflation prévue à long terme dans les pays où la cible étudiée a ses activités. Un taux de croissance à l'infini égal à l'inflation prévue reviendrait à supposer que les bénéfices de l'entreprise resteront constants en termes réels. L'inflation à long terme est prise en compte en tant que taux de croissance à l'infini, si elle n'est pas supérieure au taux d'intérêt sans risque appliqué lors de l'évaluation.
- ▶ Or le taux d'inflation à long terme pondéré par le chiffre d'affaires de Charles Vögele (1.6%) se situe au-dessus du taux d'intérêt sans risque pondéré par le chiffre d'affaire (1.0%, cf. tableau ci-contre). C'est pourquoi, un taux de croissance à l'infini de 1.0% a été utilisé pour le calcul du chiffre d'affaires de FY19F à FY20N ainsi que pour la formule du modèle « Gordon-Growth ».

Marge d'EBITDA et d'EBIT

- ▶ Nous avons utilisé une marge d'EBITDA à long terme basée sur les chiffres de FY20F pour le calcul de la valeur terminale.
- ▶ La marge d'EBIT à long terme se base sur les hypothèses de l'EBITDA, des investissements et amortissements durables (cf. ci-dessous).

Capex, amortissements et FDR

- ▶ Pour le calcul de la valeur terminale, des investissements à hauteur de CHF29.3m ont été planifiés, en accord avec la direction.
- ▶ Pour le calcul de la valeur résiduelle, nous supposons qu'à long terme le montant des dépréciations sera égal à celui des Capex. Cette hypothèse suppose que la base des actifs immobilisés demeure constante à long terme, ce qui correspond à la logique d'une croissance réelle de 0.0%.
- ▶ Le rapport FDR / chiffre d'affaires de FY20F, égal à 5.9%, a été appliqué pour définir le FDR de FY20N.

Coût moyen pondéré du capital (CMPC)

1 Le bêta reflète le risque systématique d'une action et peut être observé sur les marchés des capitaux. Un unlevering selon la structure du capital produit le bêta de l'actif. Un unlevering ajuste les effets des différentes structures du capital. Le bêta de l'actif ajusté (ajustement selon Blume) est obtenu à partir de la valeur médiane du groupe de comparaison.

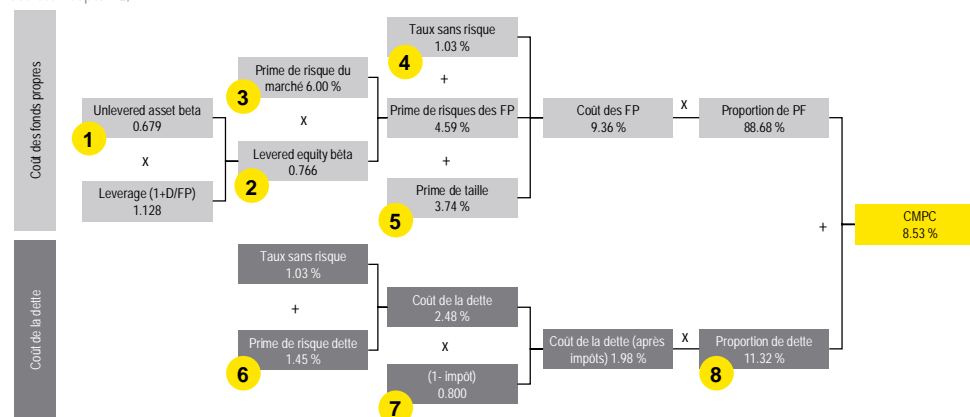
3 La prime de risque du marché (PRM) estime la différence entre le rendement sur le marché boursier et le taux sans risque. La PRM moyenne de 6.0% est basée sur des études de marché.

5 Des études empiriques indiquent que les plus petites entreprises réalisent des rendements plus élevés que les entreprises plus importantes. Ces rendements plus élevés ne peuvent pas être expliqués par le MEDAF et s'accompagnent de risques plus élevés, pour lesquels le marché demande une compensation. Prime de taille pour Micro Cap (2016 Valuation Handbook Duff & Phelps).

7 Le taux d'imposition équivaut à la moyenne des attentes à moyen terme de la direction (20.0%). Le taux d'imposition est appliqué pour calculer l'économie fiscale liée aux coûts de financement.

CMPC de Charles Vögele au 16 septembre 2016

Sources : Capital IQ, EY



Remarques concernant le graphique :

- ▶ Le CMPC (coût moyen pondéré du capital) décrit le rendement moyen pondéré requis par les porteurs d'actions et d'obligations. Le coût des fonds propres est estimé à l'aide du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF).
- ▶ Le taux sans risques est pondéré en fonction des devises (CHF, EUR), dans lesquelles le chiffre d'affaires est réalisé.
- ▶ Le Calcul du CMPC, plus précisément celui du bêta et de la structure du capital, est basé les valeurs médianes d'un groupe comparable (cf. annexe B).

2 Le bêta des fonds propres est obtenu par un relevering du bêta de l'actif selon la structure du capital cible de Charles Vögele. Le relevering est effectué selon la méthode « Practitioner ».

4 Rendement nominal attendu pour les investissements sans risque basé sur une moyenne historique de 5 ans du rendement d'obligations d'Etats avec des échéances de 10 ans dans les pays correspondants (pondérée par les revenus).

6 L'écart de crédit selon Barclays Europe Aggregate Index - BBB.

8 Le ratio d'endettement se base sur la valeur médiane de la dette (fonds propres) du groupe comparable. Il sert à obtenir la pondération du coût de la dette (fonds propres) dans le calcul du CMPC.

Valeur par action et analyse de sensibilité

Valeur par action selon le CFA

- ▶ Le tableau ci-dessous donne un aperçu des résultats de l'évaluation CFA pour Charles Vögele.
- ▶ Sur la base des hypothèses mentionnées précédemment, des informations de la direction et de nos propres considérations de l'évaluation, la valeur de Charles Vögele a été estimée à CHF50.5m (fonds propres) à la date du 16 septembre 2016, en appliquant la méthode CFA. 8,800,000 actions émises moins 263,399 actions propres résultent en 8,536,601 actions en circulation d'une valeur par action de CHF5.9.

Evaluation de Charles Vögele (CFA)

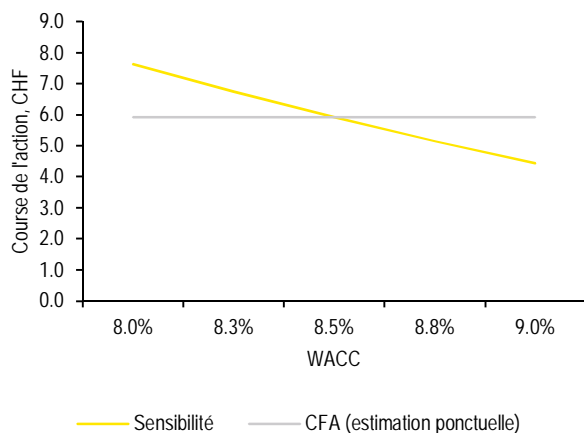
Devise: CHF 000

Valeur actuelle des FDF	105,409
Valeur actuelle de la valeur terminale	151,329
Valeur actuelle des reports de pertes fiscales	4,677
Valeur d'entreprise	261,415
Dette financière nette	(200,594)
Provisions au 31.07.16	(10,282)
Valeur des fonds propres	50,539
Actions en circulation	8,536,601
Valeur par action (CHF)	5.9

Sources : Charles Vögele, EY

Analyse de sensibilité : valeur par action / CMPC

Sources : Charles Vögele, EY



Analyse de sensibilité

- ▶ Afin de corroborer les résultats obtenus avec la méthode CFA, nous avons réalisé des analyses de sensibilité sur la valeur de l'action de Charles Vögele. Cette analyse démontre de manière efficace la sensibilité de la valeur de l'action en relation avec les variations comprises dans les hypothèses du modèle.
- ▶ L'impact d'un changement du CMPC (ceteris paribus) de +/- 0.5% entraîne une fluctuation de la valeur de l'action entre CHF4.5 et CHF7.6.
- ▶ Veuillez-vous reporter au tableau ci-contre pour avoir un aperçu des résultats de notre analyse de sensibilité.

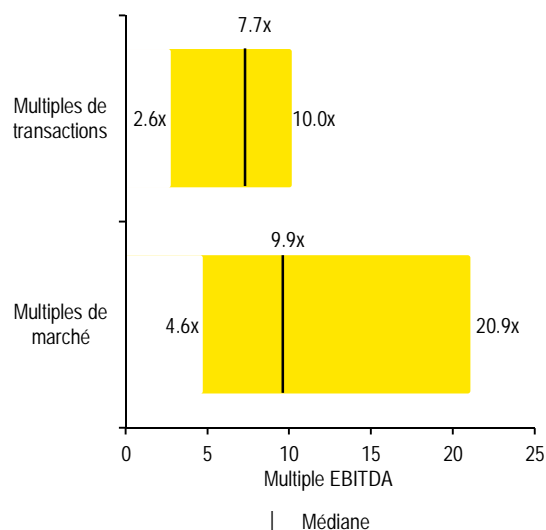
Conclusion

Nous avons déterminé une valeur ponctuelle de CHF5.9 et une plage de valeur comprise entre CHF4.4 et CHF7.6 par action de Charles Vögele en appliquant la méthode CFA.

Approche de multiples

Plage de valeurs des multiples d'EBITDA de marché et de transactions

Sources : Capital IQ, EY



Remarques sur le tableau

- ▶ Les limites inférieures / supérieures représentent les plus petits / grands multiples EBITDA du groupe de comparaison.
- ▶ Les multiples boursiers se basent sur les données financières des douze derniers mois (LTM).
- ▶ Pour plus d'informations au sujet des transactions et groupe de comparaison voir l'annexe B.

Approche des multiples : multiples de marché et de transactions

- ▶ Pour corroborer l'évaluation CFA et pour déterminer une plage de valeurs, généralement, l'approche de multiples est utilisée comme méthode secondaire (multiples de marché et de transactions).
- ▶ Cette approche détermine la valeur de l'entreprise à travers des multiples, basés sur des mesures de résultats importantes. Ces multiples de marché, établis à partir d'entreprises publiques comparables, et les multiples de transactions, établis à partir de transactions récentes dans la même branche.
- ▶ Pour corroborer l'évaluation CFA, EY recommande des multiples d'EBITDA pour les raisons suivantes:
 - Le chiffre d'affaires ne donne aucune indication sur la structure des coûts de l'entreprise
 - L'EBIT peut être influencé par la politique d'amortissement et le montant des immobilisations corporelles
- ▶ Le graphique ci-contre résume les résultats de notre analyse avec l'approche des multiples
- ▶ En raison des EBITDA opératifs négatifs de Charles Vögele en FY15A et FY16B, aucune valeur d'entreprise valable ne peut être définie en appliquant l'approche des multiples.

Multiples de transaction d'EBITDA

- ▶ Notre analyse est basée sur neuf transactions remplissant les critères de sélection (voir annexe B pour plus de détails).
- ▶ La médiane des multiples de transactions se situe à 7.7x, alors que le plus petit multiple est de 2.6x et le plus grand de 10.0x.

Multiples de marché d'EBITDA

- ▶ L'analyse des multiples boursiers se base sur les données de dix-sept entreprises similaires à Charles Vögele. Nos observations livrent une valeur médiane des multiples EBITDA de 9.9x (voir annexe B pour plus de détails).

Conclusion

En raison des EBITDA négatifs de Charles Vögele en FY15A et FY16B, aucune valeur d'entreprise sensée ne peut être définie en appliquant la méthode de la valeur de marché.

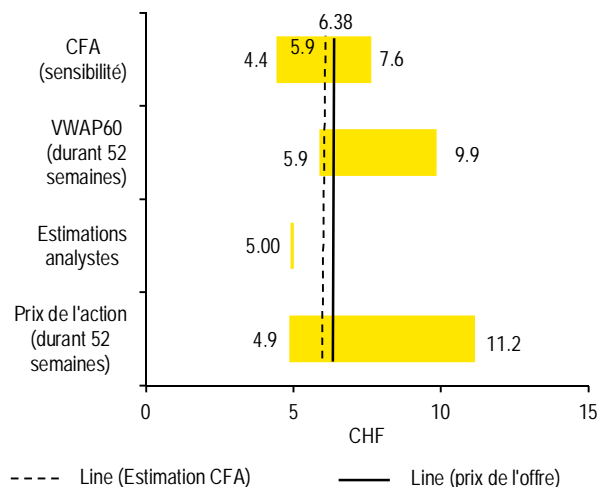
Attestation d'équité

11. Conclusion générale / Attestation d'équité

Attestation d'équité

Aperçu des résultats d'évaluation (valeur par action)

Source : EY



Attestation d'équité

- ▶ Le graphique ci-contre résume les résultats de nos analyses par action. Sur la base des méthodes utilisées et de nos considérations d'évaluation, une plage de valeurs de CHF4.4 à CHF7.6 a été déterminée pour chaque action, d'une valeur nominale de CHF3.0. La méthode CFA, utilisé comme méthode d'évaluation principale, indique une estimation de valeur ponctuelle de CHF5.9.
- ▶ L'offre de CHF6.38 par action équivaut à la somme du VWAP(60) et d'une prime de 2.1% sur le cours de clôture actuel de CHF6.25.
- ▶ D'un point de vue financier, le prix de l'offre, qui s'élève à CHF6.38 est considéré équitable.
- ▶ L'attestation d'équité a été achevée le 17 Octobre 2016.

Conclusion

D'un point de vue financier, l'offre est considérée équitable.

Ernst & Young AG

Louis Siegrist
Partner

Hannes Schobinger, CFA
Executive Director

Annexes

Annexe A : Abréviations

Annexe B : Groupe de comparaison

Abréviations

BMI	Business Monitor International Research a Fitch Group Company
CAPEX	Dépenses en capital / investissements (capital expenditures)
CEE	Europe Centrale et Europe de l'Est (Central & Eastern Europe)
cf.	Se reporter à (de confer)
CFA	Cash-flow actualisé (discounted cash-flow)
CGC	Central de groupe et consolidation
Charles Vögele	Charles Vögele Holding AG, Gwattstrasse 15, CH-8808 Pfäffikon
CH	Suisse
CHF	Franc suisse
CMPC	Coût moyen pondéré du capital (weighted average costs of capital, WACC)
CV	Charles Vögele
D	Dette
DE	Allemagne
EBIT	Bénéfice avant intérêts et impôts (earnings before interest and taxes)
EBITDA	Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
etc.	Et tout le reste (et cetera)
EUR	Euro, monnaie de la zone euro
EY	Ernst & Young SA, Maagplatz 1, CH-8010 Zürich
FDF	Flux de fonds disponibles (Free cash flow)
FDR	Fonds de roulement net
FP	Fonds propres
FYXXA / FYXXB / FYXXF / FYXXN	Exercice commercial 20XX réalisé / budgeté / projeté / normalisé
HK	Hongkong
HR	Ressources humaines (human ressources)
IT	Technologie informatique (information technology)
KPI	Indicateur de performance (key performance indicator)
Lhs	À gauche (left hand side)
LTM	Douze mois précédents (last twelve months)
m	Million
mds	Milliards
Mgmt	Direction (management)

Abréviations

OPA	Commission des offres publique d'acquisition
PRM	Prime de risque du marché
Rhs	À droite (right hand side)
SA	Société anonyme
s.à.r.l.	Société à responsabilité limitée
Sempione Retail	Sempione Retail SA
SIX	SIX Swiss Exchange
S.p.A.	Società per azioni (société anonyme)
S.R.L.	Società a responsabilità Limitata (s.à.r.l.)
SE	Société européenne (Societas Europaea)
SZ	Canton de Schwyz
VE	Valeur d'entreprise (enterprise value)
VR	Valeur résiduelle
VWAP	Cours moyen pondéré selon le volume (volume weighted average price)

Groupe de comparaison

Groupe de comparaison : bêta et structure du capital

Entreprise	Ticker	Pays	Devis	Date pub.	Capitalisation boursière	Intérêts minoritaires	Dette totale	Dette totale / total capital	Bêta ajusté	Bêta unlevered
Charles Voegelé Holding AG	SWX:VCH	Switzerland	CHF	06/2016	53	-	199	78.87%	1.254	0.265
Etam Développement SCA	ENXTPA:TAM	France	EUR	06/2016	216	39	237	48.21%	1.001	0.519
Gerry Weber International AG	DB:GW11	Germany	EUR	07/2016	549	-	270	33.01%	0.943	0.631
IC Group A/S	CPSE:IC	Denmark	DKK	06/2016	2,816	7	109	3.72%	0.757	0.728
KappAhl AB (publ)	OM:KAHL	Sweden	SEK	05/2016	3,388	-	459	11.93%	0.937	0.825
SuperGroup Plc	LSE:SGP	United Kingdom	GBP	04/2016	1,213	-	-	0.00%	0.660	0.660
Ted Baker PLC	LSE:TED	United Kingdom	GBP	01/2016	1,175	-	98	7.69%	0.616	0.569
Tom Tailor Holding AG	XTRA:TTI	Germany	EUR	06/2016	91	7	274	73.67%	1.020	0.268
Adler Modemärkte AG	DB:ADD	Germany	EUR	06/2016	123	-	58	32.10%	0.888	0.603
Adolfo Dominguez SA	BME:ADZ	Spain	EUR	02/2016	32	1	3	7.05%	0.837	0.778
Esprit Holdings Limited	SEHK:330	Germany	HKD	06/2016	13,104	-	-	0.00%	1.397	1.397
LPP Spolka Akcyjna	WSE:LPP	Poland	PLN	06/2016	7,165	-	859	10.70%	0.782	0.698
Tod's SpA	BIT:TOD	Italy	EUR	06/2016	1,567	4	384	19.65%	0.645	0.518
CCC S.A.	WSE:CCC	Poland	PLN	06/2016	6,397	13	929	12.65%	0.855	0.746
Fast Retailing Co. Ltd.	TSE:9983	Japan	JPY	05/2016	3,503,356	24,729	276,500	7.27%	1.249	1.158
H & M Hennes & Mauritz AB (publ)	OM:HM B	Sweden	SEK	05/2016	406,651	-	4,915	1.19%	0.933	0.922
Industria de Diseno Textil SA	BME:ITX	Spain	EUR	04/2016	98,827	35	29	0.03%	0.735	0.735
Marks & Spencer Group plc	LSE:MKS	United Kingdom	GBP	04/2016	5,144	(2)	2,072	28.72%	0.851	0.606
Next Plc	LSE:NXT	United Kingdom	GBP	07/2016	7,155	-	971	14.06%	0.600	0.515
RNB Retail and Brands AB (publ)	OM:RNBS	Sweden	SEK	05/2016	368	10	1	0.34%	1.085	1.081
Min								0.00%	0.600	0.265
Max								78.87%	1.397	1.397
Moyenne								19.54%	0.902	0.711
Médiane								11.32%	0.871	0.679

Source : Capital IQ

Date d'analyse: 16 septembre 2016

Valeur pour capitalisation boursière, intérêts minoritaires et dette en millions.

Groupe de comparaison

Groupe de comparaison : multiples de marché, LTM

Entreprise	Ticker	Pays	Devise	Capitalisation boursière	Intérêts minoritaires	Fonds disponible	Dette totale	Valeur d'entreprise (VE)	EBITDA FY16F	VE / EBITDA FY16F
Charles Voegelé Holding AG	SWX:VCH	Switzerland	CHF	53	-	(47)	153	206	n/m	n/m
Etam Développement SCA	ENXTPA:TAM	France	EUR	216	39	(69)	168	423	93	4.6x
Gerry Weber International AG	DB:GW11	Germany	EUR	549	-	(46)	224	773	91	8.5x
IC Group A/S	CPSE:IC	Denmark	DKK	2,816	7	(84)	25	2,848	288	9.9x
KappAhl AB (publ)	OM:KAHL	Sweden	SEK	3,388	-	(364)	95	3,483	422	8.3x
SuperGroup Plc	LSE:SGP	United Kingdom	GBP	1,213	-	(101)	-	1,213	99	12.3x
Ted Baker PLC	LSE:TED	United Kingdom	GBP	1,175	-	(13)	85	1,260	73	17.3x
Tom Tailor Holding AG	XTRA:TTI	Germany	EUR	91	7	(35)	239	337	61	5.5x
Adler Modemärkte AG	DB:ADD	Germany	EUR	123	-	(29)	29	152	24	6.3x
Adolfo Dominguez SA	BME:ADZ	Spain	EUR	32	1	(23)	-	33	n/m	n/m
Esprit Holdings Limited	SEHK:330	Germany	HKD	13,104	-	(5,341)	-	13,104	n/m	n/m
LPP Spolka Akcyjna	WSE:LPP	Poland	PLN	7,165	-	(219)	640	7,805	599	13.0x
Tod's SpA	BIT:TOD	Italy	EUR	1,567	4	(271)	113	1,683	158	10.7x
CCC S.A.	WSE:CCC	Poland	PLN	6,397	13	(254)	674	7,084	340	20.9x
Fast Retailing Co. Ltd.	TSE:9983	Japan	JPY	3,503,356	24,729	(653,017)	-	3,528,085	179,205	19.7x
H & M Hennes & Mauritz AB (publ)	OM:HM B	Sweden	SEK	406,651	-	(8,387)	-	406,651	31,041	13.1x
Industria de Diseño Textil SA	BME:ITX	Spain	EUR	98,827	35	(5,044)	-	98,862	4,730	20.9x
Marks & Spencer Group plc	LSE:MKS	United Kingdom	GBP	5,144	(2)	(265)	1,808	6,950	1,062	6.5x
Next Plc	LSE:NXT	United Kingdom	GBP	7,155	-	(199)	972	8,128	979	8.3x
RNB Retail and Brands AB (publ)	OM:RNBS	Sweden	SEK	368	10	(28)	-	378	81	4.6x
Min										4.6x
Max										20.9x
Moyenne										11.2x
Médiane										9.9x

Source : Capital IQ

Date d'analyse: 16 septembre 2016

Valeur pour capitalisation boursière, intérêts minoritaires, fonds disponibles, dette totale, VE et EBITDA sont en millions.

Groupe de comparaison

Description succincte des entreprises du groupe de comparaison : Calcul des bêtas et multiples de marché

<p>Charles Voegele Holding AG Charles Vögele Holding AG operates as a fashion retail company in Europe.</p>	<p>Etam Developpement SCA Etam Developpement SCA designs, distributes, and sells women's ready-to-wear clothing, lingerie, beauty products, and accessories under the ETAM, 1.2.3, and Undiz brand names.</p>	<p>Gerry Weber International AG Gerry Weber International AG operates as a fashion and lifestyle company.</p>
<p>IC Group A/S IC Group A/S designs and sells clothes for men and women in the Nordic region, rest of Europe, and internationally.</p>	<p>KappAhl AB (publ) KappAhl AB (publ) operates as a fashion retailer in Europe.</p>	<p>SuperGroup Plc SuperGroup Plc designs, produces, and sells clothing and accessories primarily under the Superdry brand for men and women worldwide.</p>
<p>Ted Baker PLC Ted Baker Plc engages in the design, wholesale, and retail of menswear, womenswear, and accessories under the Ted Baker name in Europe, North America, the Middle East, Asia, and Australasia.</p>	<p>Tom Tailor Holding AG TOM TAILOR Holding AG, an integrated fashion and lifestyle company, provides casual wear and accessories for women, men, and kids primarily under the TOM TAILOR and BONITA brand names.</p>	<p>Adler Modemärkte AG Adler Modemärkte AG operates textile retail chains.</p>
<p>Adolfo Dominguez SA Adolfo Dominguez S.A. engages in the design, manufacture, acquisition, sale, wholesale marketing, import, and export of ready-made clothing, footwear, handbags and accessories, household linens, furniture products, and decorative objects.</p>	<p>Esprit Holdings Limited Esprit Holdings Limited, an investment holding company, engages in the retail and wholesale distribution, and licensing of fashion and non-apparel products worldwide.</p>	<p>LPP Spolka Akcyjna LPP Spolka Akcyjna designs, distributes, wholesales, and retails clothing products in Poland, Central and Eastern Europe, Western Europe, Balkan countries, and the Middle East. The company provides clothing products including jackets, overcoats, jumpers, sweatshirts, trousers, dresses, blouses, shirts, and underwear, as well as other accessories such as caps, scarves, gloves, and shoes; and footwear.</p>
<p>Tod's SpA TOD'S S.p.A. creates, produces, and distributes shoes, leather goods and accessories, and apparel.</p>	<p>CCC S.A. CCC S.A. engages in the manufacture, wholesale, and retail of footwear for men, women, and children worldwide.</p>	<p>Fast Retailing Co. Ltd. Fast Retailing Co., Ltd., through its subsidiaries, operates as an apparel retailer in Japan and internationally.</p>
<p>H & M Hennes & Mauritz AB (publ) H & M Hennes & Mauritz AB (publ) provides clothes, shoes, bags, jewelry, make up products, underwear, and accessories for women, men, teenagers, and children.</p>	<p>Industria de Diseno Textil SA Industria de Diseño Textil, S.A., a fashion retailer, designs, sells, and distributes clothing, footwear, and accessories through various stores formats.</p>	<p>Marks & Spencer Group plc Marks and Spencer Group plc operates various retail stores in the United Kingdom and internationally.</p>
<p>Next Plc NEXT plc engages in the retail of clothing, footwear, accessories, and home products for men, women, and children in the United Kingdom, rest of Europe, the Middle East, Asia, and internationally.</p>	<p>RNB Retail and Brands AB (publ) RNB Retail and Brands AB (publ) owns, develops, and operates fashion, clothing, accessories, jewelry, and cosmetics stores primarily in Sweden, Finland, Norway, and the Netherlands.</p>	

Source : Capital IQ

Groupe de comparaison

Groupe de comparaison : multiples de transactions

Date de clôture	Entreprise cible	Secteur	Pays	Acquéreur / investisseur	Pourcentage transféré (%)	Valeur de la transaction (CHF mm, cours historique)	VE / EBITDA Implicite
n/a	Disys Commerce Inc.	Apparel Retail	United States	Metabrid LLC	100%	5.2	na
05/2016	Joy Shop AB	Apparel Retail	Sweden	MQ Holding AB	100%	4.5	na
08/2015	ANN INC.	Apparel Retail	United States	Ascena Retail Group Inc.	100%	2,035.6	8.4 x
06/2015	New Look Retail Group Limited	Apparel Retail	United Kingdom	Brait Mauritius Limited	100%	2,985.3	9.3 x
06/2015	Ikks Group S.A.S.	Apparel Retail	France	LBO France; The Silverfern Group, Inc.; White Knight IX	70%	526.7	na
01/2015	Poppy Holdco Limited	Apparel Retail	United Kingdom	The Foschini Group Limited	100%	324.9	10.0 x
01/2014	Moss Bros Group plc	Apparel Retail	United Kingdom	n/a	10%	11.9	6.5 x
10/2013	Greenwoods Menswear Ltd.	Apparel Retail	United Kingdom	Bosideng International Fashion Ltd.	96%	5.9	na
10/2013	rue21, Inc.	Apparel Retail	United States	Apax Partners LLP	100%	1,022.6	9.8 x
04/2013	Adler Modemärkte AG	Apparel Retail	Germany	Equinox S.A.; Steilmann-Boecker Fashion Point GmbH & Co. KG (nka:Steilmann SE); G&C Holding	50%	65.0	3.8 x
08/2012	Bonita International GmbH & Co. KG	Apparel Retail	Germany	Tom Tailor Holding AG	100%	257.2	3.6 x
08/2012	The Talbots Inc.	Apparel Retail	United States	Sycamore Partners	90%	367.2	nmf
05/2012	Moss Bros Group plc	Apparel Retail	United Kingdom	n/a	30%	18.3	2.6 x
01/2012	PM Retail AS	Apparel Retail	Norway	FSN Capital Partners AS; FSN Capital III	80%	63.2	7.7 x
Min							10.0 x
Max							2.6 x
Moyenne							6.9 x
Médiane							7.7 x

Source : Capital IQ

Date d'analyse : 16 septembre 2016

Groupe de comparaison

Description succincte des entreprises du groupe de comparaison: multiples de transactions

<p>Disys Commerce Inc. Disys Commerce Inc. retails apparel and accessories.</p>	<p>Joy Shop AB Joy Shop AB, a fashion retailer, retails clothing products for men and women.</p>	<p>ANN INC. ANN INC., through its subsidiaries, engages in the retailing of women's apparel, shoes, and accessories under the Ann Taylor and LOFT brands.</p>
<p>New Look Retail Group Limited New Look Retail Group Limited operates as a multichannel apparel retailer.</p>	<p>Ikks Group S.A.S. Ikks Group S.A.S. owns and operates apparel retail stores that sell apparel and clothing accessories.</p>	<p>Poppy Holdco Limited Poppy Holdco Limited, doing business as Phase Eight, retails clothing, footwear, and accessories for women.</p>
<p>Moss Bros Group plc Moss Bros Group PLC, together with its subsidiaries, retails and hires formal wear for men primarily in the United Kingdom.</p>	<p>Greenwoods Menswear Ltd. Greenwoods Menswear Ltd., doing business as GW Menswear, operates a chain of clothing retail stores in the United Kingdom.</p>	<p>rue21, Inc. rue21, Inc. operates as a specialty retailer of junior girls and young men's apparel and accessories in the United States.</p>
<p>Adler Modemärkte AG Adler Modemärkte AG operates textile retail chains.</p>	<p>Bonita International GmbH & Co. KG Bonita International GmbH & Co. KG is based in Hamminkeln, Germany. It operates as a subsidiary of Tom Tailor Holding AG, an integrated fashion and lifestyle company.</p>	<p>The Talbots Inc. The Talbots, Inc., together with its subsidiaries, operates as a specialty retailer and direct marketer of women's apparel, accessories, and shoes in the United States and Canada.</p>
<p>Moss Bros Group plc Moss Bros Group PLC, together with its subsidiaries, retails and hires formal wear for men primarily in the United Kingdom.</p>	<p>PM Retail AS PM Retail AS owns and operates women apparel retail stores in Norway.</p>	

Source : Capital IQ

EY | Assurance | Fiscalité | Transactions | Conseil

A propos d'EY

EY est l'un des leaders mondiaux dans les domaines de l'audit, de la fiscalité, des transactions et du conseil. Notre expertise et les services de qualité que nous proposons nous permettent d'instiller la confiance sur les marchés des capitaux et au sein des économies à travers le monde. Nous formons des collaborateurs d'exception qui, en équipe, nous permettent de tenir nos promesses auprès de nos partenaires.

Nous jouons ainsi un rôle central dans la construction d'un monde du travail meilleur pour nos collaborateurs, pour nos clients et pour les communautés auprès desquelles nous opérons.

EY désigne notre organisation internationale, ainsi qu'une ou plusieurs entités juridiques distinctes qui sont membres d'Ernst & Young Global Limited. Ernst & Young Global Limited, société britannique à responsabilité limitée par garantie, ne fournit pas de prestations aux clients. Pour plus d'informations sur notre entreprise, veuillez visiter notre site ey.com.

© 2016 Ernst & Young Switzerland SA.
Tous droits réservés.