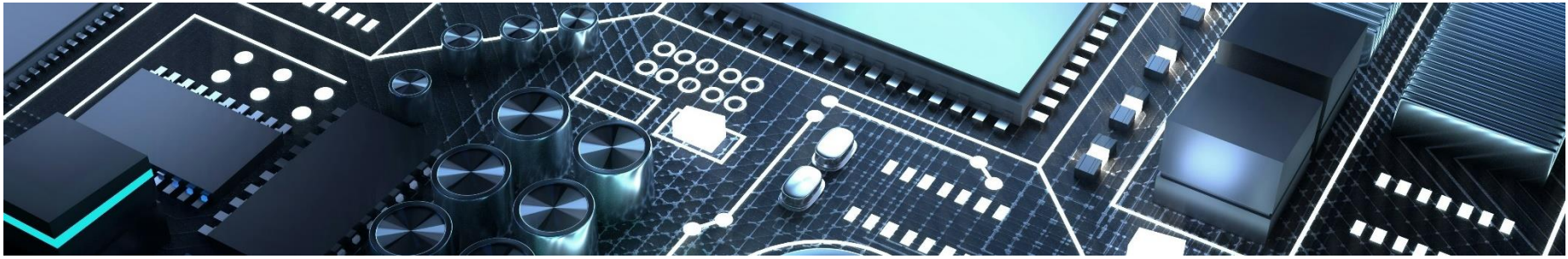
IFBC

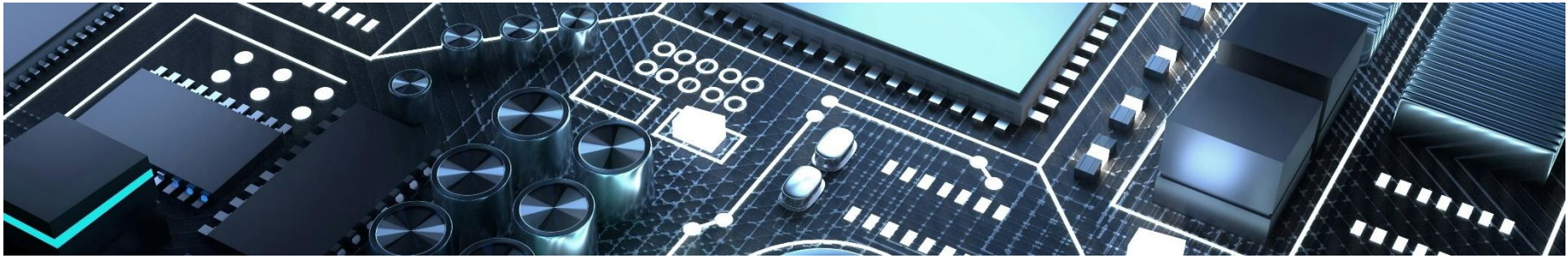


Fairness Opinion Cicor

Évaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'acquisition obligatoire par OEP 80 B.V. portant sur les actions en circulation de Cicor Technologies Ltd.

Zurich, le 12 décembre 2024

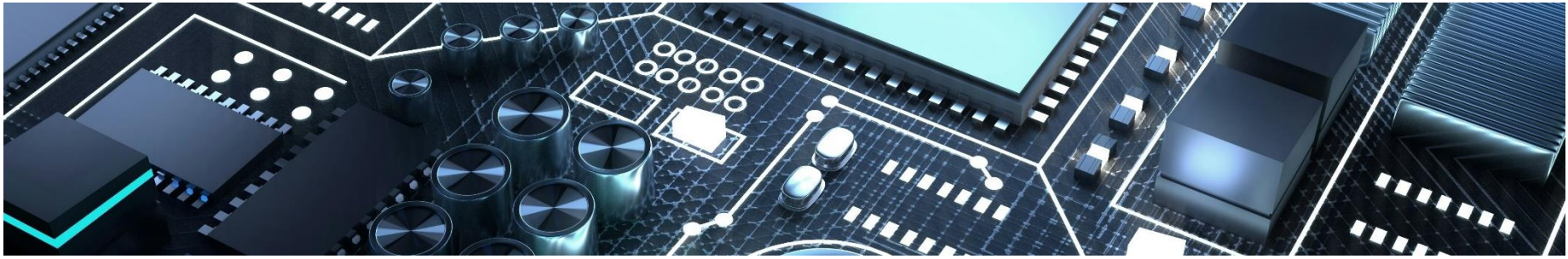
IFBC



Contenu

1	Introduction	Page 4
2	Description de l’entreprise et analyse de marché	Page 9
3	Évaluation	Page 25
4	Appréciation	Page 45
5	Annexe	Page 49

© IFBC 2024



1 Introduction

1.1 Contexte Page 4

1.2 Notre mission Page 5

1.3 Approche Page 6

1.4 Sources Page 7

© IFBC 2024

1 Introduction

1.1 Contexte

Cicor est un groupe industriel mondial, coté à la SIX Swiss Exchange et actif en qualité de prestataire de services de fabrication électronique.

Cicor Technologies Ltd., également désigné ci-dessous «Cicor», «groupe» ou «société cible», est un fournisseur et prestataire de services leader mondial dans le domaine de la fabrication électronique. Le groupe fournit notamment des circuits imprimés complexes, des circuits hybrides et des services de fabrication électronique hautement spécialisés (Electronic Manufacturing Services, «EMS»), y compris des services de développement complets et la couverture de l'ensemble du processus de création de valeur, de l'idée initiale à la production en série. Cicor propose des solutions dans les secteurs les plus divers, avec une concentration particulière sur les applications qui requièrent une miniaturisation et une grande précision et fiabilité, en particulier dans le domaine de la technologie médicale, de l'industrie et de l'aérospatial et défense (Aerospace & Defence, «A&D»).

Le siège principal du groupe se trouve à Bronschhofen (CH).[1] Le groupe emploie actuellement près de 3'300 collaborateurs répartis sur 20 sites, principalement en Europe et en Asie.[2] Au cours de l'exercice 2023, le groupe a généré un chiffre d'affaires net de CHF 389.9 millions (CHF 231.3 millions au cours des 2 premiers trimestres de l'exercice 2024) et un EBITBA de CHF 45.1 millions (CHF 24.7 millions au cours des 2 premiers trimestres de l'exercice 2024).

Les actions de Cicor sont cotées à la SIX Swiss Exchange («SIX») depuis avril 1998. Au 6 décembre 2024, la capitalisation boursière de l'entreprise s'élevait à CHF 270.5 millions. Le capital-actions de Cicor se compose de 4'564'946 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 10.00 chacune.[3]

Le 9 décembre 2024, avant l'ouverture du négoce à la SIX, OEP 80 B.V. («l'offrante» ou «OEP») a annoncé une offre publique d'acquisition obligatoire («l'offre»), aux termes de laquelle l'offrante s'est déclarée prête à acquérir toutes les actions nominatives de Cicor en mains du public au prix CHF 55.17 en espèces par action Cicor («prix de l'offre»). OEP doit publier cette offre, car elle a converti ses obligations convertibles obligatoires («mandatory convertible note» ; «MCN») et a ainsi franchi le seuil de l'offre obligatoire au 29 novembre 2024.

---

1 Le siège juridique se situe à Boudry, dans le canton de Neuchâtel, Suisse.

2 Source: Cicor Présentation Investor Relations Update Q1 2024.

3 Source: SIX Swiss Exchange.

1.2 Notre mission

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

En date du 17 octobre 2024, IFBC AG («IFBC») a été mandatée par le Conseil d'administration («CA») de Cicor pour établir une *Fairness Opinion* destinée à évaluer de manière indépendante l'adéquation financière du prix de l'offre. Le présent rapport a été préparé exclusivement pour assister le CA de Cicor dans son évaluation financière de l'offre. La présente *Fairness Opinion* ne peut être utilisée qu'aux fins de l'évaluation financière de l'offre par le CA de Cicor. Toute utilisation à d'autres fins est exclue. En particulier, la *Fairness Opinion* ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics d'accepter ou de refuser l'offre.

IFBC est un *corporate finance advisor* indépendant et ne reçoit aucune rémunération en fonction des résultats de l'évaluation ni du succès de la transaction

IFBC a établi la présente *Fairness Opinion* en qualité de *corporate finance advisor* indépendant et est rémunérée pour cela 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 Cicor étaient exactes et complètes. En outre, IFBC part du principe que les informations reçues ont été préparées de manière professionnelle et de bonne foi, et qu'elles reflètent ainsi la meilleure estimation actuelle disponible de la part de la Direction de Cicor. La responsabilité d'IFBC se limite à l'évaluation minutieuse et professionnelle des informations et calculs qui lui ont été mis à disposition ainsi que de leur plausibilité. IFBC n'a procédé à aucun audit ni à aucune due diligence.

La date de l'évaluation est le 6 décembre 2024.

Les résultats de nos analyses d'évaluation indépendantes ont été remis au CA de Cicor le 6 décembre 2024 avant l'annonce préalable de l'offre par OEP le 9 décembre 2024. L'évaluation se base sur les comptes trimestriels non publiés de Cicor au 30 septembre 2024, sur les prévisions actuelles (*forecast*) pour l'exercice 2024 et sur le *business plan* actuel (approuvé par le CA de Cicor le 4 novembre 2023) ainsi que sur les informations et hypothèses actuelles de la Direction ainsi que. La Direction de Cicor confirme en outre que, jusqu'à la date de publication du présent rapport d'évaluation, il n'y a pas eu d'événements ou de transactions importants qui n'aient été pris en compte dans la base d'informations susmentionnée.

© IFBC 2024

1.3 Approche

L'appréciation de l'adéquation financière de l'offre de OEP aux actionnaires de Cicor 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 du modèle d'affaires de l'entreprise et de l'environnement de marché actuel
- Analyse des chiffres financiers historiques
- Évaluation des prévisions actuelles (*forecast*) pour l'exercice 2024 et du *business plan* approuvé par le CA de Cicor pour les exercices 2025 à 2028
- Évaluation de l'entreprise et calcul de la valeur par action sur la base des méthodes d'évaluation suivantes:
  - Méthode du *discounted cash flow*
  - Méthode des *trading multiples*
  - Méthode des *transaction multiples*
- Analyse du cours de l'action et analyse des objectifs de cours des analystes

L'évaluation de l'adéquation financière de l'offre de OEP aux actionnaires de Cicor ne prend pas en considération les aspects fiscaux, juridiques et autres, propres à chaque actionnaire. Par conséquent, seules des réflexions de portée générale sur l'adéquation financière de l'offre du point de vue de tous les actionnaires publics sont possibles dans le cadre de la présente *Fairness Opinion*.

© IFBC 2024

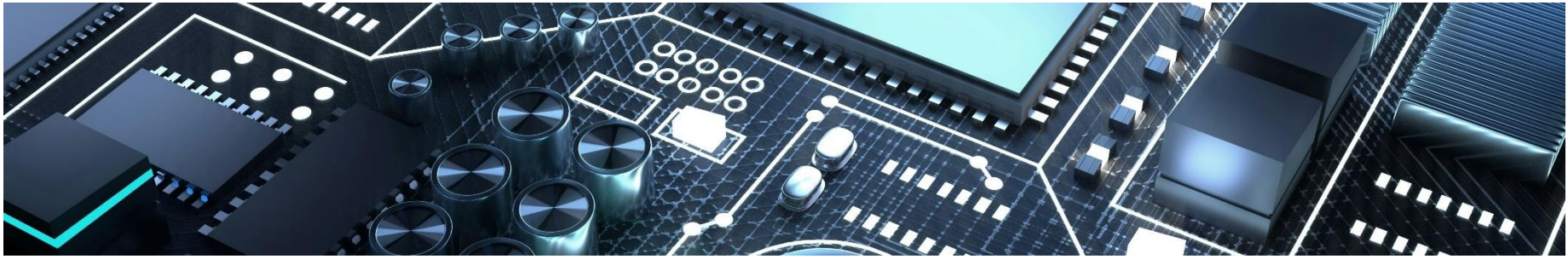
1.4 Sources

L'évaluation d'IFBC se fonde sur l'analyse des informations suivantes:

- Rapports de gestion révisés de Cicor (consolidés) pour les exercices 2021 à 2023
- Résultats à ce jour de l'exercice 2024 (Year-to-Date, «YTD») de Cicor (consolidés) au 30 septembre 2024 (non audités et non publiés)
- Prévisions actuelles (*forecast*) pour l'exercice 2024
- *Business plan* pour les exercices 2025 à 2028 approuvé par le CA de Cicor le 4 novembre 2024
- Informations et hypothèses actuelles issues des entretiens avec la Direction de Cicor[4]
- Données financières et données relatives aux marchés des capitaux d'une sélection d'entreprises comparables (source: LSEG Data & Analytics) Données relatives à une sélection de transactions, fondées sur des informations accessibles au public (source: ION Analytics Mergermarket)
- Autres informations accessibles au public

[4] La Direction de Cicor a en outre confirmé que, jusqu'à la publication du présent rapport d'évaluation, aucun événement ou transaction important n'est survenu qui n'ait été pris en compte dans la base d'informations susmentionnée. Les projets d'acquisition en cours, mais pas encore réalisés, ne sont pas compris dans le *Business plan*. Dans le cadre de notre évaluation, nous partons du principe que ces acquisitions potentielles seront réalisées à la valeur du marché et qu'elles n'auront donc pas d'impact sur l'évaluation de Cicor.

© IFBC 2024



2 Description de l'entreprise et analyse de marché

2.1 Aperçu de Cicor Page 9

2.2 Modèle d'affaires de Cicor Page 10

2.3 Chiffres clés financiers historiques de Cicor Page 17

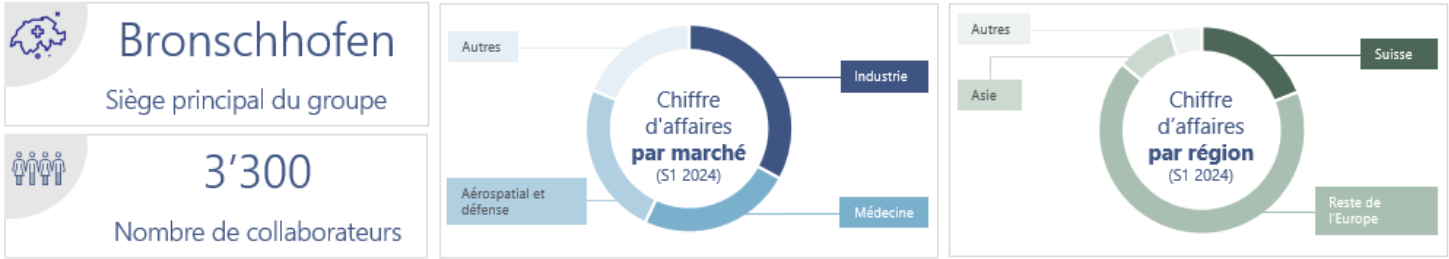
2.4 Analyse de marché Page 21

© IFBC 2024

2 Description de l'entreprise et analyse de marché

2.1 Aperçu de Cicor

Cicor est un fournisseur de composants électroniques, de solutions complètes sur mesure et de services dans le domaine de la fabrication électronique[5] basé à Bronschhofen (CH). Cicor assiste ses clients par des services de développement et propose des solutions dans différents secteurs soumis à des exigences élevées en matière de précision, de miniaturisation, de fiabilité et d'innovation technologique. Au 30 juin 2024, le groupe employait près de 3'200 collaborateurs répartis sur 20 sites, principalement en Europe et en Asie.



Cicor est active au niveau international et se focalise principalement sur des solutions destinées à être appliquées dans les secteurs de la technologie médicale, de l'industrie et de l'aérospatial et défense. Au cours du premier semestre («S1») 2024, 33.3% (39.4% pour l'exercice 2023) du chiffre d'affaires du groupe provenait de produits et services pour applications industrielles, 24.2% (28.8% pour l'exercice 2023) du marché de la technologie médicale et 24.4% (16.1% pour l'exercice 2023) de l'A&D. Les 18.1% restants (15.7% pour l'exercice 2023) proviennent d'autres marchés, tels que les secteurs du transport, de la communication ou de l'électronique grand public. Cicor génère la majorité de son chiffre d'affaires en Europe, soit 86.2% (83.1% pour l'exercice 2023), dont 18.8% en Suisse (23.0% pour l'exercice 2023). L'Asie est en deuxième position avec une part de 9.6% (11.2% pour l'exercice 2023).

Le principal actionnaire est OEP, qui détient actuellement une participation de 41.0%. LLB Swiss Investment AG est un autre actionnaire important (4.1%).[6]

[5] Le siège juridique se situe à Boudry, dans le canton de Neuchâtel, Suisse.

[6] Source: Données de gestion de Cicor; en tenant compte de l'augmentation de capital prévue le 10 décembre 2024.

2.2 Modèle d'affaires de Cicor

2.2.1 Aperçu du modèle d'affaires de Cicor

Les deux domaines d'activité principaux de Cicor sont Electronic Manufacturing Services («EMS») et Advanced Substrates («AS»)

Cicor est un fournisseur actif au niveau mondial de solutions de fabrication électronique complètes qui couvrent l'intégralité du cycle de vie d'un produit, du développement à la fabrication en passant par la logistique de la chaîne d'approvisionnement. Les solutions de Cicor comprennent le développement et la production de substrats et de circuits imprimés, de composants micro-électroniques et de circuits hybrides et l'usinage de précision de matières plastiques. Les deux domaines d'activité principaux du groupe sont Electronic Manufacturing Services («EMS») et Advanced Substrates («AS»).

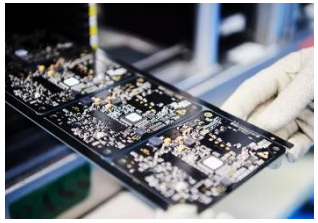
Electronic Manufacturing Services
La division EMS est la principale source de revenus de Cicor et contribue au chiffre d'affaires total du groupe à hauteur d'environ 90.2% (S1 2024). La division EMS offre une large gamme de services d'externalisation pour le développement et la fabrication de modules et ensembles électroniques, ainsi que de produits électroniques complets. Le domaine EMS a connu une croissance significative ces dernières années, qui a été générée par l'augmentation organique de la clientèle et des parts de marché ainsi que par des acquisitions stratégiques. Ce domaine d'activité porte principalement sur des solutions hautement spécialisées et s'adresse à des secteurs dans lesquels la fiabilité et la précision sont essentielles.

Advanced Substrates
La division AS se focalise sur la fabrication de substrats à couche mince, de circuits imprimés et de circuits innovants qui sont indispensables pour des domaines d'application exigeants qui requièrent une miniaturisation et une solidité extrêmes. Le domaine AS représente environ 9.8% (S1 2024) du chiffre d'affaires total de Cicor. En dépit des défis auxquels la division a dû faire face en 2023 en raison de la perte d'un contrat pluriannuel de circuits hybrides et des problèmes mondiaux dans la chaîne d'approvisionnement, elle demeure stratégiquement importante pour le portefeuille de Cicor pour pouvoir offrir des solutions électroniques complètes.

© IFBC 2024

Cicor offre une gamme complète de solutions hautement spécialisées qui couvrent l'intégralité du cycle de vie de produits électroniques et permet d'offrir des solutions globales. L'offre du groupe est composée des prestations suivantes:

Electronic Manufacturing Services:

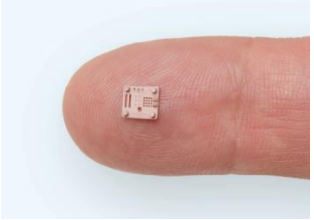


Cicor offre des solutions d'externalisation sur mesure pour le développement et la production de modules électroniques ainsi que d'appareils et systèmes complets. L'offre de Cicor comprend des composants de circuits imprimés et micro-électroniques, l'intégration complète de systèmes, le montage d'appareils et de systèmes et la confection de câbles sur mesure. L'entreprise assiste ses clients par la gestion de l'ensemble du cycle de vie d'un produit et offre des prestations qui vont de la fabrication de prototypes jusqu'à la production en série. Les aspects logistiques, tels que l'achat des matériaux, la logistique de la chaîne d'approvisionnement et la gestion du service après-vente sont intégrés dans le processus de développement et pris en charge par Cicor.

Engineering Services

Le groupe emploie un grand nombre d'ingénieurs, grâce auxquels il peut résoudre efficacement les difficultés techniques les plus complexes. Ceux-ci accompagnent les clients tant au cours de la phase de la conception et du design d'appareils électroniques que lors de la mise en œuvre et l'utilisation de logiciels, pour réconcilier de manière optimale les différentes fonctionnalités. Ils fournissent en outre leur assistance dans les domaines tels que la disposition des PCB, la sélection de composants ou l'ingénierie de tests.

Usinage de précision de matières plastiques

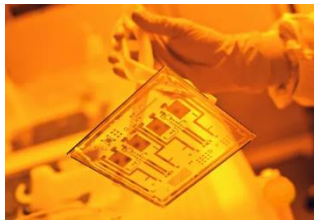


L'usinage de précision de matières plastiques de Cicor est destiné à fabriquer des composants en matière plastique hautement précis et sur mesure pour des applications exigeantes. Ces composants répondent à des exigences spécifiques en matière de précision et de durabilité. Dans le domaine de la technologie médicale, ils sont notamment utilisés pour la fabrication de composants pour les appareils auditifs ou les stimulateurs cardiaques et dans l'industrie, ils sont utilisés notamment dans les boîtiers de capteurs, les appareils de commande ou les appareils techniques qui doivent être robustes et résistants. Ces composants font souvent partie de modules complexes que Cicor peut proposer en tant que systèmes intégraux en combinaison avec des composants électroniques.

© IFBC 2024

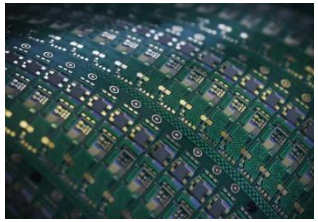
Circuits hybrides

Cicor propose des circuits hybrides de haute précision en utilisant des substrats à couche mince ou épaisse basés sur des matériaux céramiques ou organiques qui garantissent une résistance thermique, une durée de vie et une stabilité élevée. La combinaison de ces types de substrats permet à Cicor de répondre à des exigences spécifiques en matière de miniaturisation, de performance et d'efficacité thermique.



Circuits imprimés

Cicor développe et produit différentes variantes de circuits imprimés flexibles et rigides (Printed Circuit Boards, «PCB»), de l'idée à la production en grande série. Les PCB garantissent une densité de circuit, une fiabilité et des performances élevées. La procédure d'impression de Cicor offre de nouvelles possibilités en matière de miniaturisation et permet de proposer une offre innovante répondant aux exigences élevées des marchés cibles de Cicor.



© IFBC 2024

Marchés finaux de Cicor

Cicor se focalise sur différents marchés finaux, mais surtout sur les secteurs de la technologie médicale, de l'industrie ainsi que de l'aérospatial et défense. 81.9 % du chiffre d'affaires total du groupe ont été générés au cours de S1 2024 sur ces trois marchés cibles. Cicor prévoit pour l'avenir une croissance stable de la demande en solutions électroniques innovantes, de haute précision et fiables sur ces marchés stratégiquement importants. D'autres domaines d'application des circuits imprimés se trouvent notamment dans le secteur des *wearables*, comme les montres, et dans la technique du bâtiment, comme les systèmes de gestion de l'énergie ou les systèmes de portes.

Le secteur industriel et le plus grand marché final pour les produits et services de Cicor.

Industrie

Le secteur industriel et le plus grand marché final pour les produits et services de Cicor. La demande de solutions électroniques complètes proposées par Cicor est motivée par le besoin de numérisation, d'automatisation et par l'*Internet of Things* («IoT»). Cicor offre à ses clients des solutions sur mesure pour répondre aux exigences industrielles complexes qui requièrent longévité et robustesse.

Exemples d'application

- Régulateurs de température: Commandes électroniques pour une régulation précise de la température dans les processus industriels, afin de garantir des conditions de production optimales.
- Capteurs: L'automatisation industrielle nécessite des capteurs précis pour collecter des données telles que la température, la pression, l'humidité ou des informations de localisation.
- Systèmes de commande et de régulation: Systèmes de commande haute performance pour les applications d'automatisation qui maximisent l'efficacité et la fiabilité dans les installations industrielles.
- *Smart Metering*: Saisie précise et transmission en temps réel de données de consommation d'énergie, d'eau et de gaz.

© IFBC 2024

La technologie médicale est l'un des marchés les plus importants pour Cicor et connaît la croissance la plus rapide.

Technologie médicale

La technologie médicale est l'un des marchés les plus importants pour Cicor et connaît la croissance la plus rapide. Dans ce domaine, la fiabilité et la précision sont essentielles. La technologie médicale connaît une tendance à l'électrification pour améliorer les soins de santé préventifs ainsi que le diagnostic, le traitement et la surveillance des états de santé. Les composants développés par Cicor sont souvent miniaturisés et conçus pour réunir des fonctions complexes dans un espace réduit.

Exemples d'application

- Appareils auditifs: Une électronique miniaturisée et des techniques de fabrication précises permettent d'obtenir des solutions auditives très performantes qui allient confort et fonctionnalité pour le patient.
- Stimulateurs cardiaques et défibrillateurs: Cicor développe et fabrique des composants fiables pour les implants vitaux, qui assurent un contrôle et une surveillance précis de l'activité cardiaque.
- Diagnostic *in vitro*: Conception et fabrication de composants électroniques pour les appareils de diagnostic de laboratoire qui fournissent des résultats précis et rapides.
- Cathéters et endoscopes: Fabrication de composants miniaturisés pour les cathéters et endoscopes qui sont utilisés pour les interventions mini-invasives et offrent une qualité d'image élevée pour le diagnostic et la thérapie.

© IFBC 2024

Le secteur de l'aérospatial et défense est soumis à des exigences strictes en matière de sécurité et de fiabilité

Aérospatial et défense

Le secteur de l'aérospatial et défense est soumis à des exigences strictes en matière de sécurité et de fiabilité, car les systèmes électroniques sont souvent utilisés dans des environnements difficiles. Ces environnements posent des exigences extrêmes en termes de résistance et de stabilité des composants utilisés, auxquelles Cicor peut répondre grâce à sa longue expérience dans ces domaines d'application.

Exemples d'application

- Modules émetteurs-récepteurs: Modules émetteurs-récepteurs haute performance utilisés dans les systèmes radar pour la transmission de données et le traitement des signaux.
- Modules à haute fréquence: Composants utilisés pour la transmission de données dans des applications à haute fréquence telles que les communications par satellite ou les systèmes de communication militaires.
- Boussoles numériques: Instruments de précision pour la navigation qui fournissent des données de localisation précises et fonctionnent de manière fiable dans des conditions extrêmes.
- Électronique aéronautique de pointe (*high end*): Systèmes électroniques très complexes pour l'aviation qui doivent répondre à des normes de sécurité et des exigences de fiabilité strictes.

© IFBC 2024

2.2.2 Stratégie

Stratégie de Cicor

Cicor a pour objectif de devenir le fournisseur européen leader d'EMS sur ses trois marchés cibles, où elle voit une croissance durable et une forte demande à long terme. Cet objectif est lié à une forte croissance de ses activités commerciales, y compris l'ouverture de nouveaux marchés et l'extension de sa part de marché et l'augmentation de ses capacités de production.

La stratégie de croissance de Cicor se fonde sur trois piliers centraux:

Cicor continuera de mettre l'accent à long terme sur les marchés de la technologie médicale, de l'industrie, et de l'aérospatial et défense. Ces marchés finaux se caractérisent par une croissance et une stabilité durable. Ils requièrent en outre des solutions spécialisées qui répondent aux exigences les plus élevées en matière de fiabilité et de longévité. Sa longue expérience dans ce domaine et sa grande capacité d'innovation donnent à Cicor des avantages concurrentiels.

Concentration sur trois marchés finaux avec une croissance durable

Cicor s'efforce de proposer de plus en plus souvent à ses clients des solutions globales qui vont de la planification à la production en série, y compris la logistique de la chaîne d'approvisionnement et la gestion du service après-vente. En sus de sa présence mondiale qui lui permet de rester proche de ses clients, Cicor peut ainsi établir des relations stratégiques à long terme avec sa clientèle.

Des relations stratégiques avec les clients grâce à des solutions complètes

Outre sa croissance organique, Cicor poursuit une stratégie active de fusions et d'acquisitions. Cela lui permet d'élargir son portefeuille de produits, d'augmenter ses capacités de production et de conquérir de nouveaux marchés et de nouvelles régions. Au premier semestre 2024 déjà, trois nouvelles entreprises ont été acquises qui ont contribué à hauteur de 24.3% à la croissance du chiffre d'affaires de la division EMS.

Consolidation de l'industrie par les fusions et acquisitions

2.3 Chiffres clés financiers historiques de Cicor

Événements clés récents

- Cicor a poursuivi une stratégie de croissance active au cours des dernières années. Grâce à une croissance organique et à des acquisitions stratégiques, le groupe Cicor a systématiquement renforcé sa présence sur les marchés cibles. Cicor a déjà acquis 7 sociétés depuis le lancement de sa stratégie active de fusions et acquisitions en 2021, dont trois au cours du seul premier semestre 2024. Le groupe a renforcé sa présence sur le marché européen, augmenté ses capacités de production et profité des synergies résultant de ses acquisitions pour améliorer sa rentabilité. En janvier 2024, Cicor a acquis 100% des actions de STS Defence, un fournisseur de composants électroniques et de systèmes de communication basé au Royaume-Uni qui est principalement actif dans le secteur A&D. En février 2024, Cicor a augmenté ses capacités de développement de produits dans le domaine de la technologie médicale par l'acquisition de 100% de l'entreprise Evolution Medtec, un fournisseur roumain d'*Engineering Services*. Enfin, Cicor a acquis trois sites de production de TT Electronics IoT, avec l'objectif de se positionner comme premier fournisseur EMS au Royaume-Uni et comme leader du marché dans l'électronique de pointe pour les applications dans le secteur A&D.
- Pour financer sa stratégie de croissance, Cicor a émis le 20 janvier 2022 une obligation convertible obligatoire sans intérêt (*Mandatory Convertible Note*, «MCN») avec échéance à cinq ans et d'une valeur nominale de CHF 20.0 millions. La MCN comportait une clause de réouverture qui permettait à Cicor d'augmenter le capital à CHF 60.2 millions sans le consentement du porteur dans un délai d'une année. Cette clause a été exercée le 27.09.2022, étant précisé que CHF 40.2 millions supplémentaires ont été levés par une vente à l'actionnaire principal, OEP. Le prix de conversion s'élève à CHF 47.50 par action. Les actions converties doivent désormais être émises à partir du capital conditionnel de Cicor. La MCN constitue un instrument de fonds propres qui ne requiert pas de compensation en espèces de Cicor.

© IFBC 2024

Chiffres clés historiques de Cicor

Chiffres clés historiques de Cicor

en millions de CHF	Exercice 2021	Exercice 2022	Exercice 2023	YTD 06/2024
Chiffre d'affaires net	**239.0**	**313.2**	**389.9**	**231.3**
Croissance du chiffre d'affaires net p. a. en %	*11.2%*	*31.0%*	*24.5%*	*n/a*
EBITDA	**23.1**	**32.3**	**45.1**	**24.7**
Marge EBITDA en %	*9.7%*	*10.3%*	*11.6%*	*10.7%*
CAPEX*	**8.1**	**11.4**	**12.7**	**5.7**
CAPEX en % du chiffre d'affaires net	*3.4%*	*3.6%*	*3.3%*	*2.5%*
Endettement net	**61.1**	**44.5**	**43.5**	**79.6**
Fonds propres (valeur comptable)**	**64.5**	**127.1**	**131.5**	**131.1**

*Investissements en immobilisations corporelles et incorporelles (hors F&A).

**Depuis le 01.01.2024, Cicor compense le *goodwill* acquis directement avec les fonds propres à la date d'acquisition. Les valeurs comptables historiques des fonds propres ont été corrigées pour permettre la comparaison.

Sources: Données financières historiques et rapports de gestion de Cicor.

Évolution historique du chiffre d'affaires net

Au cours de l'exercice 2021, Cicor a réalisé un chiffre d'affaires net de CHF 239.0 millions, soit une croissance de 11.2% par rapport à l'année précédente. Malgré les répercussions de la pandémie de COVID-19 et les problèmes de la chaîne d'approvisionnement en composants électroniques, le groupe a enregistré un nombre record de commandes grâce à la forte demande actuelle dans le contexte de l'électrification. Des acquisitions stratégiques ont également contribué à la croissance du chiffre d'affaires.

Malgré les difficultés persistantes d'approvisionnement en composants électroniques, le chiffre d'affaires de Cicor a encore progressé de 31.0% au cours de l'exercice 2022 pour atteindre CHF 313.2 millions . Cette croissance a été générée à hauteur de 14.1% de manière organique et par des acquisitions stratégiques pour le surplus. Des trois marchés cibles, le marché européen a le plus largement contribué à cette croissance.

Au cours de l'exercice 2023, le volume du chiffre d'affaires a pour la première fois atteint près de CHF 400.0 millions, dont environ deux tiers ont pu être réalisés grâce à de nouvelles acquisitions stratégiques. L'accent mis sur les trois marchés principaux a continué à être un moteur de croissance essentiel. La technologie médicale, en particulier, a enregistré la plus

forte croissance avec un chiffre d'affaires spécifique à ce segment de 43.3 %, suivie de l'industrie avec 21.6 % et de l'A&D avec 19.7 %.

À la fin du mois de juin 2024, le groupe a généré un chiffre d'affaires net YTD de CHF 231.3 millions, ce qui correspond une augmentation de 16.1% par rapport au S1 2023. Cette croissance est principalement due aux récentes acquisitions mentionnées précédemment. Le chiffre d'affaires généré de manière organique a légèrement diminué au cours du premier semestre 2024, en raison d'une demande plus faible dans le secteur de l'électronique industrielle et de retards dans d'importants projets du secteur A&D. D'un point de vue régional, l'Europe reste de loin la zone géographique la plus importante pour Cicor, avec une part de plus de 86.2% du chiffre d'affaires total.

Évolution historique de la marge EBITDA

Pour l'exercice 2021, la marge EBITDA de Cicor était en hausse de 9.7% par rapport à l'année précédente (9.0% pour l'exercice 2020), ce qui peut être attribué à la croissance organique du chiffre d'affaires et à la matérialisation des synergies résultant d'une acquisition stratégique. Malgré des difficultés d'approvisionnement persistantes, l'entreprise a pu maintenir sa rentabilité grâce à des commandes importantes.

La marge EBITDA de Cicor est passée à 10.3% en 2022, atteignant ainsi pour la première fois une valeur à deux chiffres depuis le lancement de l'activité EMS. L'intégration réussie des entreprises acquises et la répercussion sur les clients des augmentations de coûts dues à l'inflation ont été déterminantes à cet égard. En outre, une meilleure gamme de produits, axée sur les segments à forte marge, a contribué à l'amélioration de la rentabilité opérationnelle.

Grâce aux synergies résultant des acquisitions stratégiques et à l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, Cicor a pu augmenter sa marge EBITDA à 11.6% en 2023. La concentration croissante sur les marchés principaux, l'abandon des secteurs à faibles marges et la diminution des difficultés d'approvisionnement ont joué un rôle essentiel à cet égard.

Au cours du premier semestre de l'exercice 2024 (YTD 30 juin 2024), Cicor a connu des améliorations opérationnelles et une légère augmentation de la rentabilité dans les divisions EMS et AS. Cette évolution positive a été atténuée par la marge plus faible des entreprises TT Electronics IoT récemment acquises par rapport au reste du groupe.

Évolution historique des CAPEX (hors acquisitions)

Les investissements («CAPEX») hors acquisitions se situent entre 3.3% et 3.6% du chiffre d'affaires pour les exercices 2021 à 2023. Pour l'exercice 2024 en cours, les CAPEX cumulés au 30 juin 2024 représentent 2.5% du chiffre d'affaires. La stratégie de croissance de Cicor prévoit des investissements dans le maintien des capacités de production existantes et dans le développement de nouvelles capacités.

Évolution historique de l'endettement net et des fonds propres

L'endettement net (dettes financières à court et à long terme portant intérêts, moins les liquidités) a augmenté de CHF 18.6 millions au total entre la fin de l'exercice 2021 et le 30 juin 2024. Au 30 septembre 2024, les dettes financières de Cicor s'élèvent à CHF 130.1 millions et les liquidités à CHF 50.5 millions, ce qui se traduit par un endettement net actuel de CHF 79.6 millions.

Depuis le 1er janvier 2024, Cicor compense directement le *goodwill* provenant d'acquisitions avec les fonds propres à la date d'acquisition au lieu de le comptabiliser à l'actif et de l'amortir sur la durée d'utilisation. Ce changement correspond à la pratique usuelle conformément aux Swiss GAAP RPC et facilite la comparaison avec d'autres entreprises cotées.

La valeur comptable des fonds propres (ajustée pour tenir compte de la compensation du *goodwill*) a augmenté de CHF 66.5 millions entre la fin de l'exercice 2021 et le 30 juin 2024, pour atteindre CHF 131.1 millions. Cette augmentation est due en grande partie à l'émission de la *Mandatory Convertible Note*. Malgré la compensation du *goodwill* avec les fonds propres, Cicor dispose d'un bilan solide avec un ratio de fonds propres (fonds propres en pourcentage du total du bilan) de 31.4% au 30 juin 2024.

© IFBC 2024

2.4 Analyse de marché

Volume du marché et perspectives de croissance dans le domaine Electronic Manufacturing Services.

Cicor propose des *Electronic Manufacturing Services* pour les secteurs de la technologie médicale, de l'industrie ainsi que de l'aérospatial et défense. L'analyse de marché qui suit se concentre sur l'évolution et les tendances récentes de la branche EMS, en mettant l'accent sur les marchés finaux de Cicor.

En 2023, le marché mondial des EMS a enregistré un recul en raison de stocks importants détenus par les clients et d'un ralentissement simultané de la croissance des ventes, notamment dans les secteurs de la communication et de l'électronique grand public. La demande a repris au cours du premier semestre 2024. Malgré cette baisse temporaire du marché, les prévisions sont positives. Le marché mondial des EMS en 2023 est estimé à un volume total de chiffre d'affaires compris entre USD 515.0 milliards et USD 539.4 milliards. Selon les prévisions, l'ensemble du marché EMS devrait croître à un taux de croissance annuel moyen (*Compound annual growth rate*, «CAGR») compris entre 4.6% et 7.0% entre 2023 et 2028.[7] La demande croissante en innovations électroniques dans de nombreux secteurs ainsi que les progrès technologiques, par exemple dans le domaine des appareils médicaux, de l'IoT ou de l'automatisation industrielle, stimulent la demande en spécialistes EMS. De plus, les entreprises OEM («Original Equipment Manufacturer») vont à l'avenir de plus en plus souvent externaliser leurs processus de fabrication à des entreprises spécialisées en EMS, afin de se concentrer sur leurs compétences clés et de garantir des structures de coûts compétitives.[8]

Le marché de l'Europe et du Moyen-Orient («EMEA») représentait environ 17.5% du marché mondial total en 2023. Cette part devrait continuer à évoluer de façon analogue au marché mondial jusqu'en 2028 et donc rester plus ou moins constante. Les trois principaux marchés cibles de Cicor représentent quant à eux environ un tiers.[9]

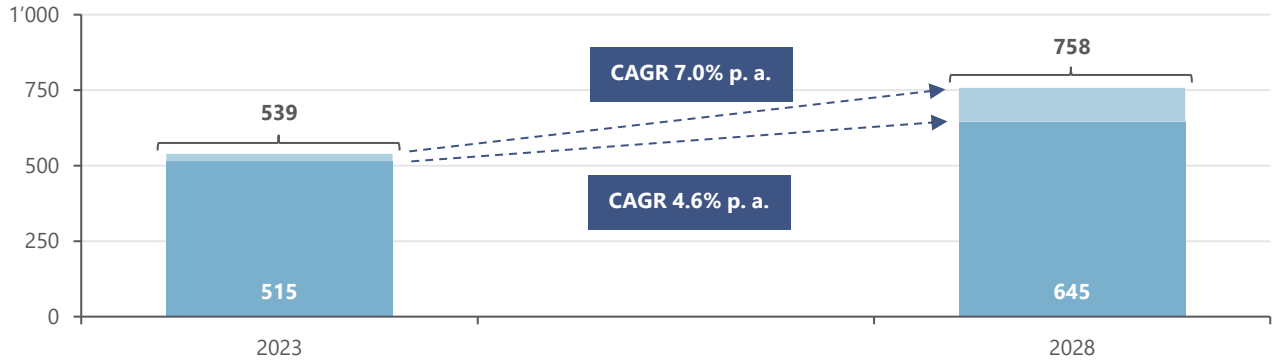
---

7 New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition, p.163; Precedence Research, Electronic Manufacturing Services Market Size, Share, and Trends, 2024.

8 Future Market Insights, Electronic Manufacturing Services Market, 2023.

9 New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition, p.163 & p.185.

Croissance attendue du chiffre d'affaires du marché EMS mondial de 2023 à 2028 (en milliards de CHF)



Sources: New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition; Precedence Research, Electronic Manufacturing Services Market Size, Share, and Trends, 2024.

En partant de la fourchette inférieure de croissance, les parts de marché et les perspectives de croissance des différents marchés cibles de Cicor sont exposés ci-dessous.

Les applications industrielles représentaient 14.4% (USD 13.1 milliards) de l'ensemble du marché EMS dans la région EMEA en 2023. Les progrès rapides de l'automatisation du secteur industriel alimentent la croissance du marché EMS industriel, étant précisé que l'IoT et les processus de fabrication intelligents augmentent la demande de composants électroniques. En outre, l'amélioration de la flexibilité de la chaîne d'approvisionnement par les fournisseurs EMS fait que les entreprises OEM ne doivent plus maintenir des stocks de composants électroniques aussi importants. Selon les prévisions, le marché des applications industrielles devrait atteindre USD 15.72 milliards d'ici 2028, ce qui correspond à un CAGR de 3.8%.[10]

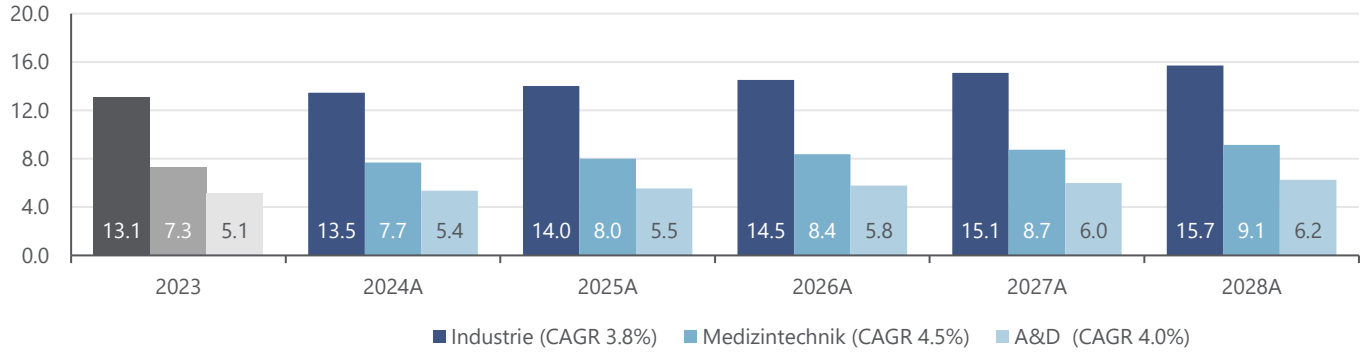
[10] New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition, p.185.

© IFBC 2024

Les progrès technologiques dans le domaine des appareils médicaux ainsi que l'attention croissante portée au secteur de la santé et l'augmentation des dépenses qui en découle sont les moteurs d'une croissance durable. En outre, la demande en appareils électroniques mobiles et portables augmente également dans cette branche. La part des acteurs OEM qui externalisent leur production est actuellement encore plutôt faible, mais elle devrait augmenter considérablement à l'avenir afin de garantir des structures de coûts compétitives. En 2023, le volume du marché EMS dans le domaine de la technologie médicale en Europe correspondait à USD 7.3 milliards, soit 8.1% du marché total de la région EMEA. On s'attend à ce que ce marché augmente à un CAGR de 4.5% pour atteindre USD 9.1 milliards d'ici 2028.[11]

Le volume du marché EMS dans le domaine de l'aérospatial et défense était de USD 5.1 milliards en 2023, ce qui correspond à une part de 5.7% du marché EMS total dans la région EMEA. Ce marché devrait atteindre USD 6.2 milliards d'ici 2028, soit un CAGR de 4.0% par an.[12] Les besoins du secteur A&D en systèmes électroniques de pointe sont motivés par les innovations technologiques, l'augmentation des budgets de défense et les exigences strictes en matière de qualité.

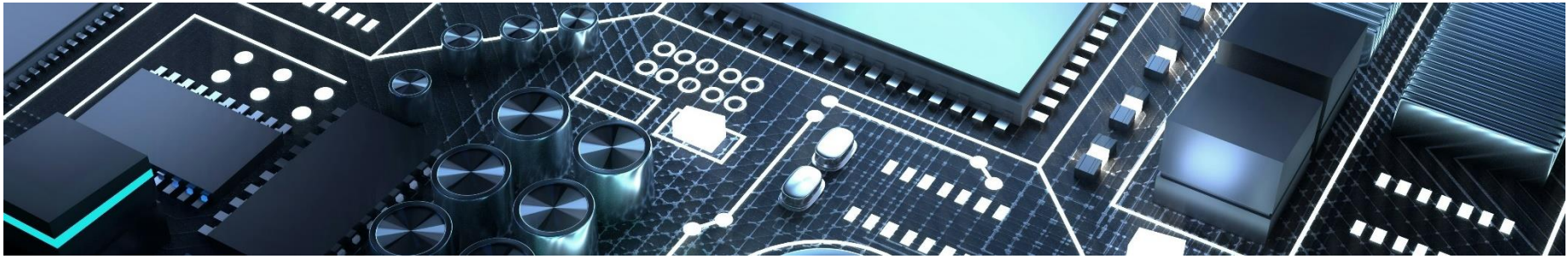
Croissance minimale attendue du marché EMS dans la région EMEA de 2023 à 2028, par marché cible sélectionné (en milliards d'USD)



Source: New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition, p.185.

[11] New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition, p.185.
[12] New Venture Research, The Worldwide Electronics Manufacturing Services Market, 2024 Edition, p.185.

© IFBC 2024



3 Évaluation

3.1 Méthode d'évaluation Page 25

3.2 Évaluation *discounted cash flow* Page 26

3.3 Évaluation à l'aide de multiples Page 38

3.4 Analyse de l'action Page 41

© IFBC 2024

3 Évaluation

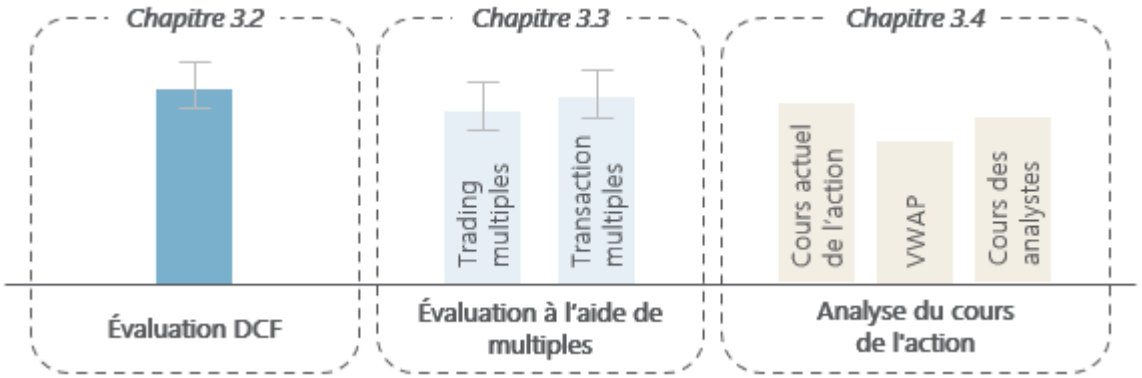
3.1 Méthode d'évaluation

Pour l'évaluation de Cicor, nous nous basons en premier lieu sur la méthode du discounted cash flow («méthode DCF»), conformément aux bonne pratiques actuelles («*Best Practice*»). Nous appliquons en outre les *trading multiples* ainsi que les *transaction multiples*, et tenons compte des résultats issus de l'analyse du cours de l'action.

L'évaluation de Cicor aux fins de l'appréciation de l'adéquation financière de l'offre de OEP est effectuée conformément au principe *stand-alone*, en appliquant différentes méthodes d'évaluation. Conformément à l'annonce préalable de l'offre publique d'acquisition du 9 décembre 2024, la valeur par action de Cicor est calculée à la date de référence de l'évaluation du 6 décembre 2024.

Dans notre cadre d'évaluation, la méthode DCF revêt la plus grande importance. 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 cotées en bourse (*trading multiples*) et des prix payés lors de transactions comparables dans le passé (*transaction multiples*). La valeur par action résultant de la méthode DCF ainsi que de l'évaluation à l'aide de *trading multiples* et *transaction multiples* est en outre comparée avec le cours actuel de l'action Cicor, avec le cours moyen pondéré en fonction du volume des 60 derniers jours de bourse (*Volume weighted average price*, «VWAP») de Cicor, ainsi qu'avec les objectifs de cours publiés par les analystes.

Méthode d'évaluation



3.2 Évaluation *discounted cash flow*

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 Cash Flows 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 de marché des fonds propres hors participations minoritaires de Cicor au 6 décembre 2024 peut être déterminée comme suit:

Détermination de la valeur des fonds propres

1. Dans un premier temps, les FCF attendus à l'avenir sont déterminés sur la base des prévisions (*forecast*) 2024, du *business plan* approuvé par le CA de Cicor et des informations correspondantes de la Direction, en tenant compte d'une période de planification détaillée allant du 1er octobre 2024 à la fin de l'exercice 2028. La part de valeur afférente à la phase postérieure à l'exercice 2028 est exprimée en une valeur finale («valeur finale», «VF»).

2. Les FCF attendus pour les périodes de planification ainsi que la valeur finale déterminée sont ensuite actualisés avec le WACC approprié pour Cicor au 30 septembre 2024. La valeur d'entreprise opérationnelle au 30 septembre 2024 résulte des valeurs actuelles ainsi calculées.

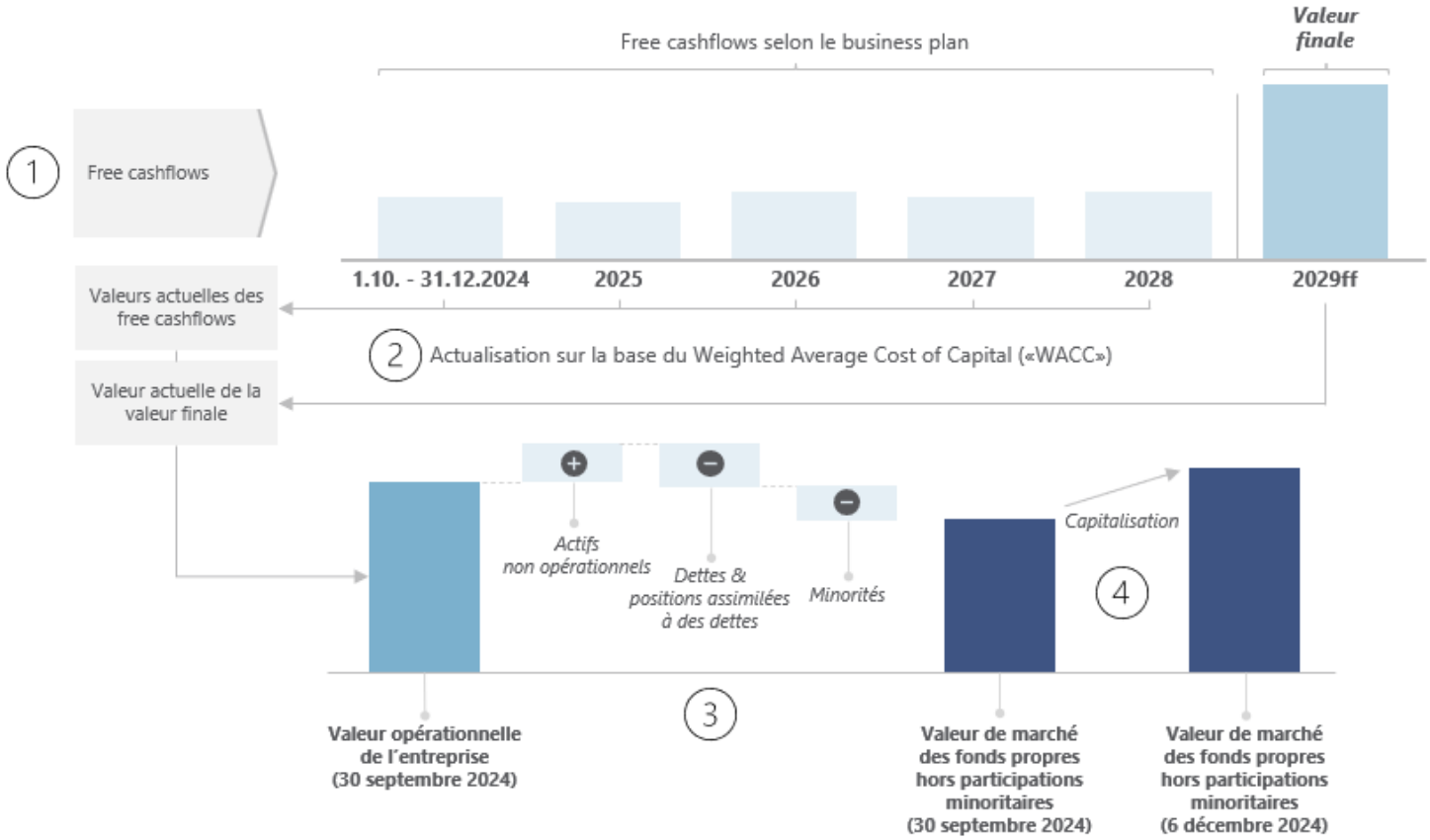
3. Les actifs non nécessaires sur le plan opérationnel sont additionnés à la valeur opérationnelle de Cicor au 30 septembre 2024, et les fonds étrangers portant intérêts, les positions assimilées à des dettes ainsi que les participations minoritaires sont déduites.
   On obtient ainsi la valeur de marché des fonds propres hors participations minoritaires au 30 septembre 2024.

4. La valeur des fonds propres obtenue est capitalisée à la date de l'évaluation du 6 décembre 2024, puis divisée par le nombre d'actions en circulation, afin de déterminer la valeur par action au 6 décembre 2024.

© IFBC 2024

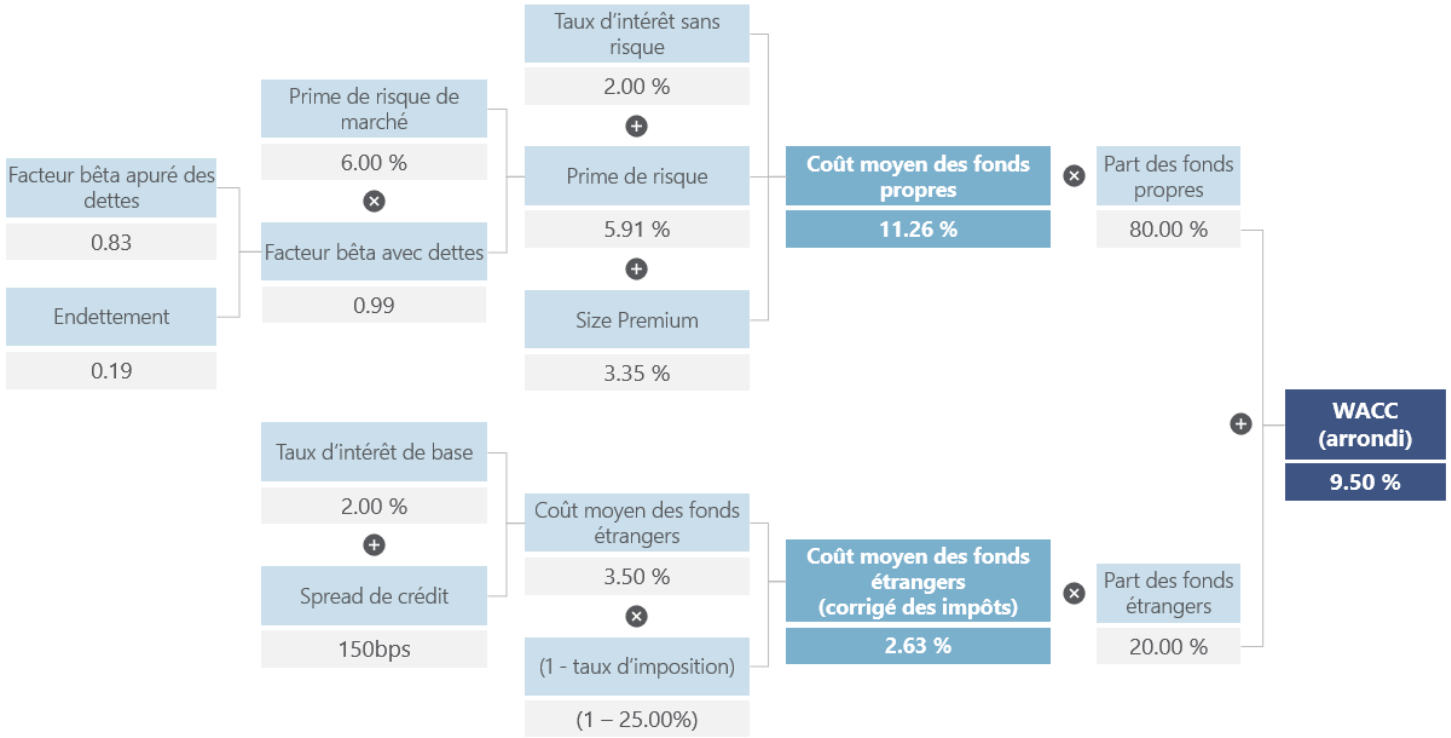
Présentation illustrative de la méthode d'évaluation utilisée pour déterminer la valeur des fonds propres de Cicor

Le schéma ci-dessous illustre la détermination de la valeur de marché des fonds propres de Cicor au 6 décembre 2024:



Détermination du WACC pour Cicor

Le schéma ci-dessous illustre la détermination du WACC pour Cicor:[13]



[13] Pour plus d'informations, cf. annexe 5.1.

© IFBC 2024

3.2.2 Business plan

Les *free cash flows* estimés pour l'avenir se basent sur les prévisions (*forecast*) pour l'exercice 2024 et le *business plan* pour les exercices 2025 à 2028, ainsi que sur des informations et hypothèses supplémentaires de la Direction

Les FCF pronostiqués de Cicor pour les exercices 2024 à 2028 se basent sur les prévisions actuelles (*forecast*) de 2024, le *business plan* pour les exercices 2025 à 2028, approuvé par le CA de Cicor le 4 novembre 2024, ainsi que sur des informations et hypothèses supplémentaires de la Direction. Les hypothèses relatives aux valeurs durables comme base pour la détermination de la valeur finale ont été confirmées par la Direction.

Cicor prévoit de poursuivre sa stratégie active de fusions et d'acquisitions à l'avenir. D'ici 2028, l'objectif est d'atteindre une croissance du chiffre d'affaires de CHF 300.0 millions à CHF 600.0 millions grâce à des acquisitions stratégiques. Ces acquisitions et la croissance qui en résulte ne font pas partie du *business plan*. Pour la présente évaluation, les projets d'acquisition prévus mais non encore réalisés ne sont pas pris en compte, car nous présumons que ces éventuelles acquisitions se feront à la valeur du marché et n'auront donc aucune influence sur l'évaluation actuelle de Cicor.

Les valeurs moyennes des principaux facteurs de valeur obtenues et les hypothèses pour l'évaluation DCF sont résumés dans le tableau ci-dessous.

Aperçu des hypothèses principales pour la période de planification ainsi que pour la valeur finale par rapport au passé

Moyenne	Exercices 2021 - 2023	Exercices 2024 - 2028	Valeur finale
Croissance du chiffre d'affaires net (CAGR)	22.0%	11.0%	2.0%
Marge EBITDA en %	10.5%	12.3%	13.0%
CAPEX* (hors M&A) en % du chiffre d'affaires ne	3.4%	3.1%	3.0%
ACN** en % du chiffre d'affaires net	26.1%	18.5%	16.4%

*Investissements en immobilisations corporelles et incorporelles (hors F&A).

**Pour la détermination d'ACN, une méthode de calcul différente de celle des indicateurs de performance alternatifs publiés par Cicor dans le cadre du rapport financier a été utilisée.

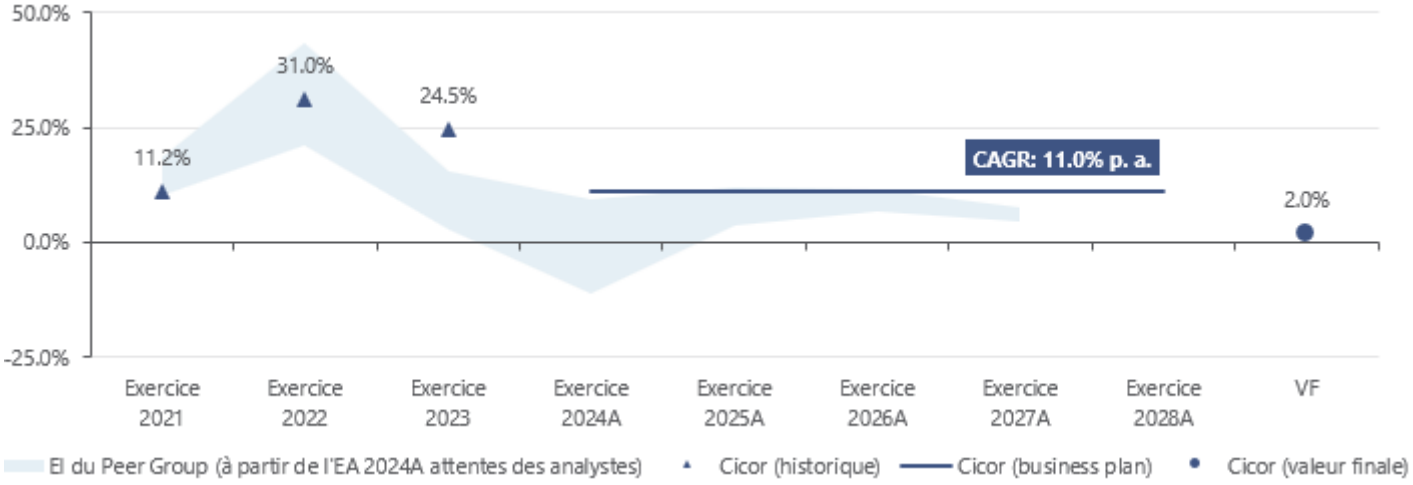
Sources: rapports de gestion, données de planification et indications de la Direction de Cicor.

Nous avons évalué et vérifié la plausibilité des indications et hypothèses de la Direction de Cicor d'un point de vue indépendant. À cet effet, les principales hypothèses du *business plan* ont été comparées, entre autres, aux estimations des analystes pour les sociétés comparables identifiées. Pour cette analyse, les entreprises comparables qui proposent des solutions EMS sur mesure

pour des marchés cibles comparables et qui, comme Cicor, misent sur un degré de spécialisation élevé et, partant, sur des volumes plus faibles, ont été regroupées dans un *peer group*.[14] Les principales hypothèses sont décrites ci-après.

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

Comparaison des taux de croissance historiques et prévisionnels du chiffre d'affaires net de Cicor et des entreprises comparables



Sources: LSEG Data & Analytics, *business plan* et indications de la Direction de Cicor.

La croissance du chiffre d'affaires de Cicor se situait dans l'écart interquartile des entreprises comparables au cours des exercices 2021 (11.2%) et 2022 (31.0%) et était nettement supérieure à celui-ci (quartile de 25% à 75%, «EI») au cours de l'exercice 2023. Outre la croissance organique, la croissance supérieure à la moyenne de l'exercice 2023 est due aux acquisitions réalisées.

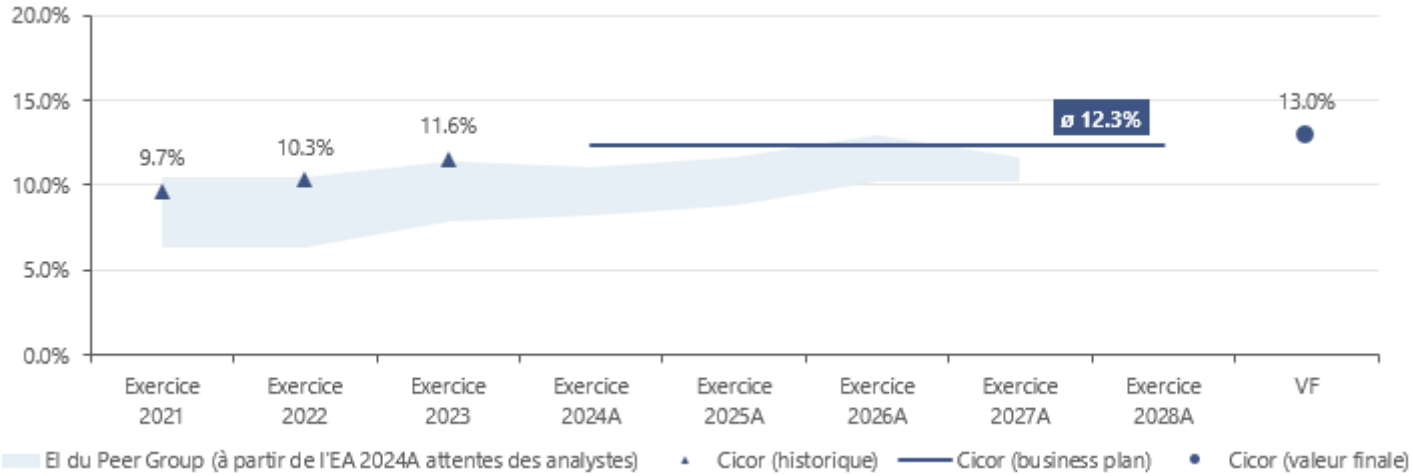
Pour les exercices 2023 à 2028, la Direction s'attend à un taux de croissance annuel moyen («CAGR») de 11.0%. L'augmentation du chiffre d'affaires visée dans le *business plan*, compte tenu des acquisitions déjà réalisées au cours de l'exercice 2024, reflète principalement une croissance organique et se situe à la limite supérieure de l'EI des prévisions des analystes pour les entreprises comparables. Selon le *business plan*, Cicor poursuit sa stratégie de croissance active et devrait continuer à gagner des parts de marché à l'avenir.

[14] Un aperçu des entreprises comparables figure à l'annexe 5.3.

La valeur finale est calculée sur la base d'un taux de croissance durable de 2.0 %, conformément aux prévisions d'inflation à long terme pondérées.[15]

Hypothèses relatives à la marge EBITDA

Comparaison des marges EBITDA historiques et prévisionnelles de Cicor et des entreprises comparables[16]



Sources: LSEG Data & Analytics, *business plan* et indications de la Direction de Cicor.

La marge EBITDA de 9.7%, respectivement de 10.3%, réalisée au cours des exercices 2021 et 2022 par Cicor se situe à la limite supérieure de l'EI des entreprises comparables. La marge EBITDA de 11.6% pour l'exercice 2023, augmentée par la croissance, les synergies résultant des acquisitions stratégiques et l'amélioration de l'efficacité opérationnelle est légèrement supérieure à l'EI du *peer group*. L'EI des marges EBITDA pronostiquées par les analystes pour les entreprises comparables oscille entre 8.5% et 12.8% pour les exercices 2023 à 2027. La marge EBITDA moyenne prévue par la Direction de Cicor pour les exercices 2024 à 2028 est de 12.3%, ce qui correspond à la limite supérieure de cette fourchette.
À long terme, la Direction de Cicor considère qu'une marge EBITDA de 13.0% est durable. Le niveau de rentabilité opérationnelle durable supposé de Cicor est supérieur au consensus des analystes pour les entreprises comparables à la fin de l'exercice 2027.

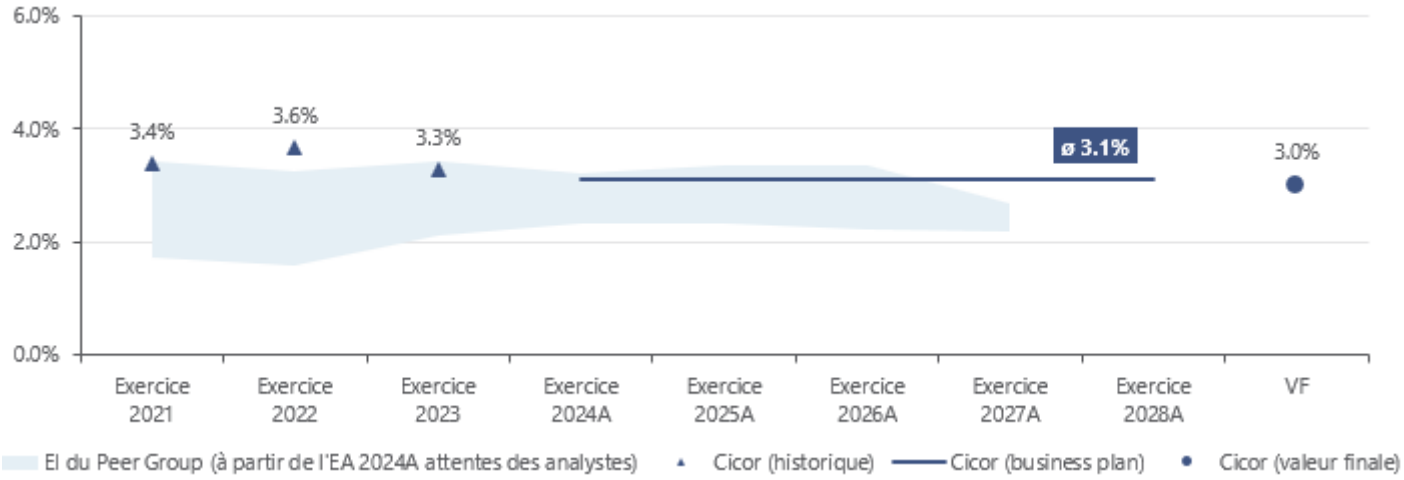
[15] Source: FMI World Economic Outlook, octobre 2024.

[16] Les effets liés aux normes IFRS 16 et ASC 842 ont été éliminés dans les EBITDA historiques et futurs attendus des sociétés comparables afin de garantir une comparabilité cohérente entre les sociétés analysées et Cicor.

© IFBC 2024

Hypothèses relatives aux CAPEX

Comparaison des marges CAPEX historiques et prévisionnelles en % du chiffre d'affaires de Cicor et des entreprises comparables



Sources: LSEG Data & Analytics, *business plan* et indications de la Direction de Cicor.

Au cours des exercices 2021 à 2023, Cicor a investi chaque année entre CHF 8.1 millions et CHF 12.7 millions, ce qui correspond à un taux d'investissement (CAPEX hors acquisitions en % des produits nets) de 3.3% à 3.6%. Cicor se situait ainsi avec ces chiffres à la limite supérieurs, respectivement légèrement au-dessus de l'EI des entreprises comparables. Pour les exercices 2024 à 2028, la Direction de Cicor table sur un taux d'investissement moyen de 3.1%, ce qui se situe également à la partie supérieure de l'EI des analystes pour les entreprises comparables.

À long terme, la Direction de Cicor s'attend à un niveau CAPEX de 3.0% par rapport au chiffre d'affaires net. Pour le calcul de la valeur finale, on suppose en outre que les amortissements correspondent durablement au niveau CAPEX prévu.

Actif circulant net

L'actif circulant net («actif circulant net») de Cicor s'est élevé en moyenne à 26.1% par rapport au chiffre d'affaires net pour les exercices 2021 à 2023.[17] Pour la période planifiée des exercices 2023 à 2028, Cicor table sur une diminution de l'ACN par rapport

17 Pour la détermination d'ACN, une méthode de calcul différente de celle des indicateurs de performance alternatifs publiés par Cicor dans le cadre du rapport financier a été utilisée.

au chiffre d'affaires net à 18.5% en moyenne. Pour le calcul de la valeur finale, un niveau durable de 16.4%, analogue à celui de l'exercice 2028, est appliqué.

Impôts

Sur la base des estimations de la Direction de Cicor un taux d'imposition calculé de 25.0% est appliqué pour les exercices 2024 à 2028 ainsi que pour la valeur finale.

Comptes semestriels au 30 juin 2024, événements récents et perspectives 2024

Au cours des deux premiers trimestres de l'exercice 2024 (au 30 juin 2024), Cicor a réalisé un chiffre d'affaires de CHF 231.3 millions et un EBITDA de CHF 24.7 millions. Le chiffre d'affaires et l'EBITDA sont légèrement inférieurs aux prévisions pour l'exercice 2024. En raison de la grande visibilité quant à l'évolution financière au 2e semestre 2024, la Direction estime que les prévisions 2024 (*forecast*) sont néanmoins réalistes, ce qui est confirmé par les prévisions des analystes.

Le 8 novembre 2024, Cicor a annoncé publiquement avoir acquis avec succès la société de développement suédoise Nordic Engineering Partner AB. En outre, le 2 décembre 2024 il a été annoncé que l'entreprise avait signé un accord pour l'acquisition du prestataire de services EMS allemand Profectus GmbH.[18] Ces deux transactions représentent pour Cicor de nouvelles étapes importantes sur la voie d'un partenaire de développement et de production paneuropéen leader dans le domaine de l'électronique de pointe. Les deux transactions ne sont pas reflétées dans le business plan sur lequel se base l'évaluation. Mais comme les transactions ont été ou seront effectuées au prix du marché, elles n'ont pas d'influence sur la valeur par action obtenue dans le cadre de la présente *Fairness Opinion*.

[18] Source : Communiqués de presse de Cicor.

Détermination de la valeur des fonds propres

L'actualisation des *free cash flows* attendus pour la période de planification ainsi que de la valeur finale avec le WACC de 9.50%[19] aboutit à une valeur d'entreprise opérationnelle de CHF 562.3 millions au 30 septembre 2024.

Afin de déterminer la valeur des fonds propres, les actifs non opérationnels sont additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise au 30 septembre 2024, et les dettes financières ainsi que les positions assimilées à des dettes sont déduites.

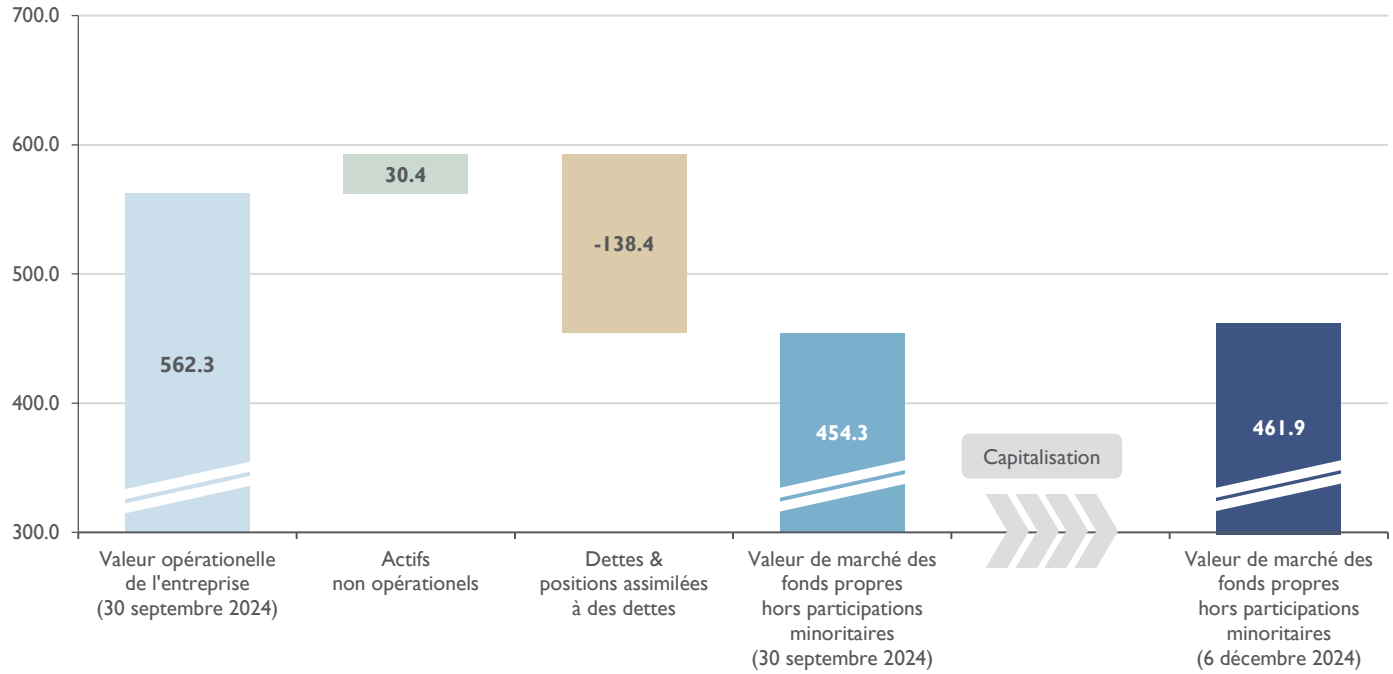
Les actifs non opérationnels au 30 septembre 2024, d'un montant total de CHF 30.4 millions, sont constitués d'actifs d'impôts différés (nets) et de l'excédent de liquidités calculé à CHF 22.1 millions. Cette somme résulte des réflexions de la Direction sur le montant des liquidités nécessaires à l'exploitation, dont la plausibilité a été vérifiée par IFBC.

Les fonds étrangers portant intérêts et les positions assimilées à des dettes d'un montant de CHF 138.4 millions sont déduits de la valeur opérationnelle de l'entreprise (dettes financières à court et à long terme, provisions à court et long terme, dettes pour un règlement en espèces des plans de participation des collaborateurs existants et engagements de prévoyance). Au 30 septembre 2024, il n'y a pas de participations minoritaires.

La valeur des fonds propres de Cicor au 30 septembre 2024 qui en résulte, d'un montant de CHF 454.3 millions, est finalement capitalisée à la date de référence de l'évaluation. Il en résulte une valeur des fonds propres au 6 décembre 2024 de CHF 461.9 millions.

[19] Pour plus d'informations sur le calcul du WACC, voir la section 5.1 de l'annexe.

Détermination de la valeur des fonds propres de Cicor au 6 décembre 2024 (en millions de CHF)



Source: IFBC.

Valeur par action en CHF

Au 6 décembre 2024, 4'564'946 actions au total avaient été émises. Selon les indications de la Direction, Cicor détient actuellement 307'007 de ces actions en tant qu'actions propres, qui doivent par conséquent être déduites du total des actions émises. 113'326 nouvelles actions seront en outre émises lors de la conversion du reste de la MCN. Le nombre déterminant d'actions en circulation s'élève ainsi à 4'371'265. Si l'on divise la valeur des fonds propres de CHF 461.9 millions au 6 décembre 2024 par ce nombre d'actions, on obtient une valeur par action de CHF 105.67.

© IFBC 2024

Analyse de sensibilité relative à la valeur par action Cicor au 6 décembre 2024 (en CHF)

		Marge EBITDA durable en %				
		12.50%	**12.75%**	**13.00%**	**13.25%**	**13.50%**
WACC	**9.00%**	109.20	112.22	115.23	118.25	121.27
	9.25%	104.51	107.40	110.29	113.17	116.06
	9.50%	100.13	102.90	**105.67**	108.44	111.21
	9.75%	96.03	98.69	101.35	104.01	106.67
	10.00%	92.19	94.75	97.30	99.86	102.41

		Niveau d'investissement durable en % du chiffre d'affaires				
		3.50%	**3.25%**	**3.00%**	**2.75%**	**2.50%**
WACC	**9.00%**	109.02	112.13	115.23	118.34	121.45
	9.25%	104.33	107.31	110.29	113.26	116.24
	9.50%	99.95	102.81	**105.67**	108.53	111.38
	9.75%	95.86	98.61	101.35	104.10	106.84
	10.00%	92.02	94.66	97.30	99.94	102.58

Source: IFBC

Les illustrations ci-dessus montrent les analyses de sensibilité relatives à la valeur par action Cicor en CHF au 6 décembre 2024. Une variation de ± 50 points de base du WACC présumé de 9.50% et de ± 50 points de base de la marge EBITDA durable présumée dans la valeur finale conduit à une fourchette de valeur de CHF 92.19 à CHF 121.27 par action. Une variation identique du WACC avec un ajustement simultané des CAPEX durables en % du chiffre d'affaires net de ± 50 points de base aboutit à une fourchette de valeur par action comprise entre CHF 92.02 et CHF 121.45.

© IFBC 2024

Résumé	• L'utilisation de la méthode DCF pour déterminer la valeur de l'entreprise constitue une «Best Practice» reconnue. • Les hypothèses relatives aux *free cash flows* se basent sur les prévisions (*forecast*) pour l'exercice 2024 et le *business plan* pour l'exercice 2025 à 2028, approuvés par le Conseil d'administration de Cicor le 4 novembre 2024, sur les résultats non publiés des 3 premiers trimestres de l'exercice 2024 (au 30 septembre 2024) ainsi que sur les indications et hypothèses de la Direction. • Pour déterminer la valeur des fonds propres, un WACC de 9.50% a été appliqué. • La valeur par action au 6 décembre 2024 obtenue s'élève à CHF 105.67. • Les analyses de sensibilité aboutissent à une fourchette de valeur par action de CHF 92.02 à CHF 121.45. • Dans le cadre de la présente *Fairness Opinion*, nous accordons une grande importance au résultat de l'évaluation DCF, car l'application de la méthode DCF correspond à la théorie reconnue du «Corporate Finance» ainsi qu'à la «Best Practice» actuelle et permet de prendre en compte de manière adéquate dans l'évaluation les caractéristiques spécifiques de Cicor.

© IFBC 2024

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.

Évaluation sur la base de *trading multiples*

Pour l'évaluation sur la base de *trading multiples*, un *peer group* d'entreprises comparables a été constitué pour Cicor.[20] Pour chaque entreprise comparable sélectionnée, le multiple EBITDA est calculé en comparant la valeur totale de l'entreprise au 30 novembre 2024[21] (valeur des fonds propres plus endettement net) avec l'EBITDA respectif (11/2024 (*last twelve months*, «LTM»), respectivement avec l'EBITDA 12/2025A resp. 12/2026A attendu («A»)). Les écarts entre la capitalisation boursière de Cicor et celle des entreprises comparables et donc les premiums/décotes implicites liés à leur taille qui en résultent sont pris en compte dans l'évaluation sur la base de *trading multiples*.

La valeur médiane obtenue pour les multiples du *peer group* est appliquée à l'EBITDA estimé de Cicor. L'on obtient ainsi la valeur opérationnelle de l'entreprise. Les actifs non opérationnels sont additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise, et les dettes financières portant intérêt ainsi que les positions assimilées à des dettes sont déduites au 30 septembre 2024. La valeur des fonds propres qui en résulte est capitalisée après la date de référence de l'évaluation du 6 décembre 2024 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 de CHF 58.87 à CHF 78.79. La valeur médiane moyenne par action s'élève à CHF 71.15.

Par rapport à l'évaluation DCF, l'application de *trading multiples* conduit à une évaluation plus basse de Cicor. Il convient toutefois de noter que les *multiples* sous-jacents des entreprises comparables ne reflètent pas entièrement la croissance attendue de Cicor.

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. Les transactions d'entreprises entre janvier 2014 et octobre 2024, dans le cadre desquelles une participation majoritaire a été acquise, ont été analysées. 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

[20] Pour plus d'informations sur les entreprises comparables sélectionnées dans le cadre de l'analyse des *trading multiples*, voir la section 5.3 de l'annexe.
[21] Dernière fin de mois avant l'annonce préalable.

comparées avec l'EBITDA indiqué au cours des douze derniers mois («LTM) précédant la transaction.[22] Comme pour l'analyse des *trading multiples*, la différence entre la taille de chaque transaction comparative et la capitalisation boursière de Cicor est prise en considération en tenant compte des premiums/décotes implicites liés à la taille.

En raison de données limitées sur des transactions comparables et de l'écart parfois important dans le temps par rapport au moment de l'évaluation, il convient d'accorder une importance mineure à cette analyse. Il convient également de noter que dans un petit nombre de transactions comparables, des effets spécifiques aux transactions peuvent en outre avoir une forte influence.

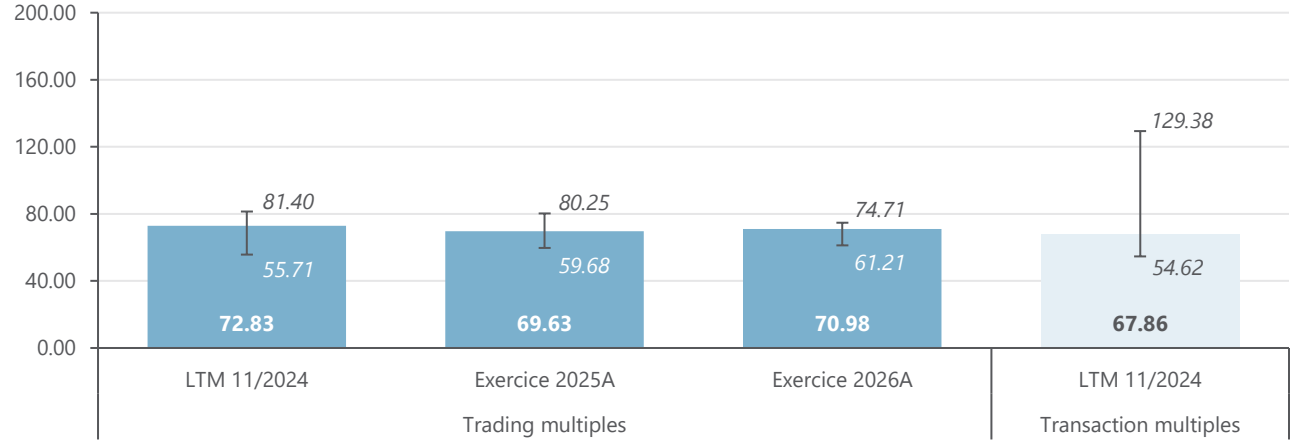
Entre 2014 et 2024, dix transactions ont pu être identifiées, dans le cadre desquelles l'entreprise cible présentait un modèle d'affaires comparable à Cicor et dont les données financières nécessaires étaient accessibles au public.

Pour déterminer la valeur d'entreprise, les *transaction multiples* qui en résultent sont multipliés par l'EBITDA de Cicor au 30 novembre 2024 (LTM). La valeur par action est calculée de la même manière, comme expliqué ci-dessus en relation avec les *trading multiples*. Sur la base de l'évaluation à l'aide de *transaction multiples*, il en résulte une valeur médiane par action de CHF 67.86 avec une fourchette de valeur (EI) comprise entre CHF 54.62 et CHF 129.38.

[22] Pour plus d'informations sur les transactions comparables sélectionnées dans le cadre de l'analyse des *transaction multiples*, voir la section 5.4 de l'annexe.

© IFBC 2024

Valeur par action de Cicor au 6 décembre 2024 sur la base des évaluations à l'aide de multiples (en CHF)



Sources: LSEG Data & Analytics, analyse IFBC.

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 moyenne par action comprise entre CHF 58.87 et CHF 78.79 (valeur médiane moyenne: CHF 71.15). L'évaluation plus basse de Cicor au moyen de *trading multiples* par rapport à l'évaluation DCF s'explique notamment par la croissance attendue dans le *business plan* de Cicor, qui n'est pas entièrement reflétée dans les évaluations actuelles du marché des entreprises comparables.
- Sur la base de l'évaluation à l'aide de *transaction multiples*, on obtient une valeur par action de CHF 67.86 avec une fourchette de valeurs allant de CHF 54.62 à CHF 129.38. La pertinence de l'évaluation à l'aide de *transaction multiples* est moindre en raison du faible nombre de transactions comparables et de l'écart temporel.
- IFBC estime que la pertinence des évaluations à l'aide de multiples est limitée. D'une manière générale, il faut tenir compte du fait que tant les modèles d'affaires que la situation spécifique des entreprises comparables peuvent différer de ceux de Cicor. Il convient d'accorder une faible importance aux transactions du fait de l'écart temporel important, des éventuels effets spécifiques à l'entreprise et à la transaction et du petit nombre relatif de transactions disponibles.

© IFBC 2024

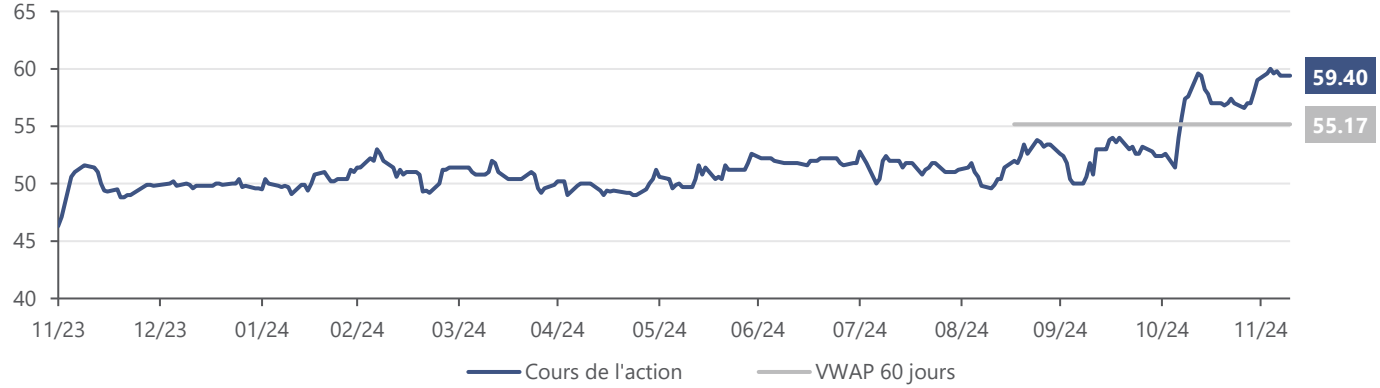
3.4 Analyse de l'action et estimations des analystes

Evolution du cours de l'action

Le cours de l'action Cicor a augmenté de 16.0% au cours des 12 derniers mois. Durant cette période, le cours a oscillé entre CHF 48.80 (20 décembre 2023) et CHF 60.00 (3 décembre 2024)].

Le 6 décembre 2024, soit le dernier jour négoce précédant l'annonce préalable de l'offre par OEP, l'action Cicor a été négociée à un cours de clôture de CHF 59.40. Le prix moyen pondéré par le volume (VWAP) des 60 derniers jours de bourse s'élevait au 6 décembre 2024 à CHF 55.17.

Évolution du cours de l'action de Cicor au cours des 12 derniers mois (en CHF)



Sources: LSEG Data & Analytics, SIX Swiss Exchange.

Décote sur le cours de l'action incluses dans le prix de l'offre

Le prix de l'offre est de CHF 55.17 et correspond ainsi au VWAP (60 jours de bourse) au 6 décembre 2024. La décote sur prix de l'offre par rapport au cours de clôture avant l'annonce préalable de l'offre (6 décembre 2024) est donc de -7.12%.

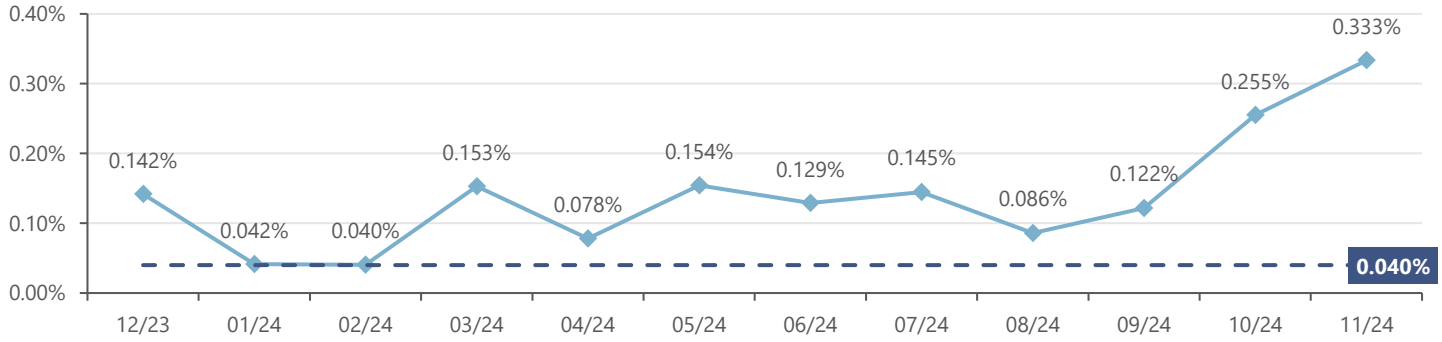
Analyse de la liquidité

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).»[23] Comme les actions de Cicor 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.

Compte tenu du volume des transactions aux bourses suisses SIX Swiss Exchange et BX Swiss, la médiane du volume des transactions de l'action Cicor durant la période de douze mois précédant l'annonce préalable de la transaction est supérieure au seuil actuel de 0.04% 11 mois au niveau ou sur 12. De ce point de vue, les actions Cicor doivent être considérées comme liquides. Si l'on prend également en considération le volume des transactions de l'action Cicor sur d'autres bourses à l'étranger[24], la médiane du volume des transactions de l'action Cicor pendant la période de douze mois précédant l'annonce préalable de la transaction est supérieure au seuil actuel de 0.04% 12 mois sur 12. Le cours de l'action Cicor constitue donc une référence valable pour évaluer l'adéquation financière de l'offre.

Valeurs médianes mensuelles du nombre d'actions Cicor négociées en % du *free float* (en tenant compte de bourses et plates-formes de négociation suisses et étrangères)



Sources: LSEG Data & Analytics, analyse IFBC. *Free float* selon le registre des actions de Cicor au 31 décembre 2023, 30 juin 2024 et 30 septembre 2024 ainsi que des informations fournies par la Direction de Cicor.

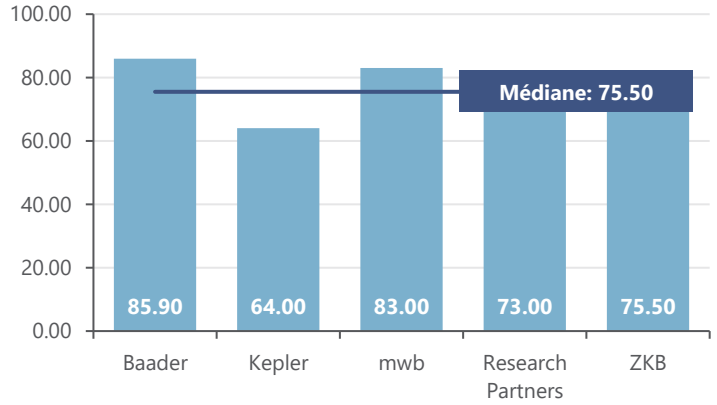
[23] Cf. commission des OPA: Circulaire COPA n° 2: liquidité au sens du droit des OPA du 26 février 2010.

[24] Les bourses et les plates-formes de négociation suivantes ont été notamment prises en considération: Aquis, BATS, CBOE et London Stock Exchange.

Objectifs de cours des analystes

Cinq rapports d'analyse sur Cicor contenant des objectifs de cours correspondants sont actuellement publiés.[25] Les objectifs de cours de tous les analystes ont été actualisés en dernier lieu entre mi-octobre et début décembre 2024 et se situent entre CHF 64.00 et CHF 85.90. La valeur médiane des objectifs de cours est de CHF 75.50. L'offre de OEP, avec un prix offert de CHF 55.17, est inférieure de -26.9% à la valeur médiane des objectifs de cours des analystes. Par rapport au *business plan* de Cicor, les analystes tablent sur une croissance et une marge EBITDA plus basses, raison pour laquelle l'objectif de cours qui en résulte est inférieur à la valeur par action selon l'évaluation DCF.

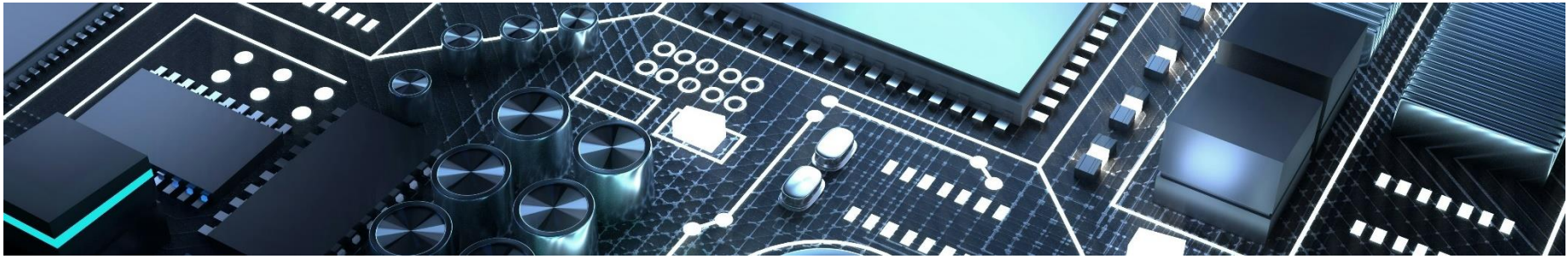
Objectifs de cours des analystes (en CHF)



Résumé

- Les actions de Cicor doivent être considérées comme liquides sur la base du volume des transactions sur les bourses suisses et d'autres bourses étrangères. Pour cette raison, tant le cours de l'action que le VWAP des 60 derniers jours de bourse ne peuvent être utilisés comme référence que de manière limitée pour évaluer l'adéquation financière de l'offre de OEP.
- Le dernier jour de bourse avant l'annonce préalable de l'offre (6 décembre 2024), le cours de clôture de l'action Cicor était de CHF 59.40. Le VWAP s'élevait à ce moment-là à CHF 55.17. La décote implicite sur le prix de l'offre par rapport au cours de clôture est de -7.12%. Par rapport au VWAP, la prime implicite s'élève à 0.00%, car le prix de l'offre correspond exactement au VWAP (60 derniers jours de bourse).
- Les actuels objectifs de cours des analystes publiés se situent dans une fourchette comprise entre CHF 64.00 et CHF 85.90, avec un objectif médian de CHF 75.50 par action. L'évaluation plus basse des analystes par rapport à l'évaluation DCF est due à des prévisions plus pessimistes en termes de croissance du chiffre d'affaires et de marges EBITDA. En outre, il n'y a qu'un petit nombre d'évaluations d'analystes. Dans ce contexte, les objectifs de cours publiés ne revêtent qu'une importance secondaire dans l'évaluation financière de l'offre.

[25] Sources: LSEG Data & Analytics, Baader, 2.12.2024; Kepler Chevreux, 15.10.2024; mwb research, 29.11.2024; Research Partners, 14.11.2024, Zürcher Kantonalbank, 19.11.2024.



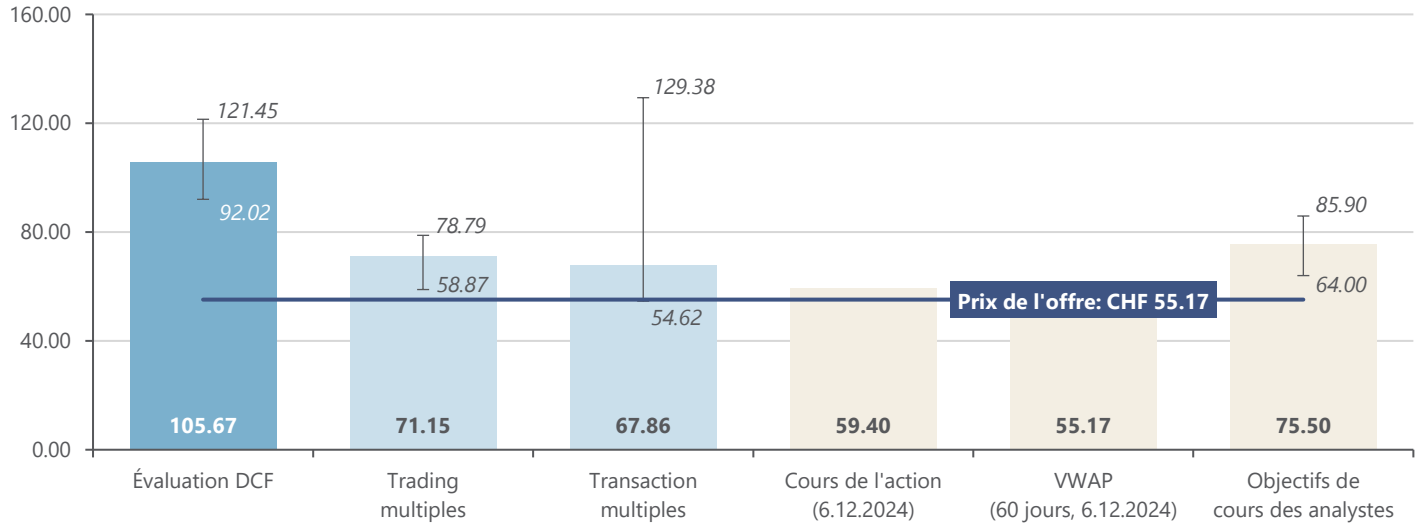
4 Appréciation

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 OEP pour les actions en circulation de Cicor:

Aperçu des résultats de l'évaluation

Aperçu des résultats de l'évaluation de Cicor au 6 décembre 2024 (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 Cicor.
- L'évaluation à l'aide de la méthode DCF aboutit au 6 décembre 2024 à une valeur par action de CHF 105.67 avec une fourchette de valeur oscillant entre CHF 92.02 et CHF 121.45. Le résultat de l'évaluation est surtout sensible en ce qui concerne la marge EBITDA estimée comme durable, le niveau d'investissement et le coût moyen du capital supposé. Dans le cadre de la présente *Fairness Opinion*, nous accordons une grande importance au résultat de l'évaluation DCF,

© IFBC 2024

car cette méthode suit la théorie reconnue du «Corporate Finance» ainsi que la «Best Practice» actuelle et tient le mieux compte des caractéristiques spécifiques de Cicor.

- Une évaluation à l'aide de *trading multiples* aboutit au 6 décembre 2024 à une fourchette de valeur comprise entre CHF 58.87 et CHF 78.79 par action (valeur médiane moyenne à CHF 71.15). L'application de *transaction multiples* conduit, au 6 décembre 2024, à une fourchette de valeur comprise entre CHF 54.62 et CHF 129.38 par action (médiane à CHF 67.86). Malgré la sélection soigneuse d'entreprises comparables, nous estimons que la pertinence de l'évaluation à l'aide de *multiples* est limitée. La situation spécifique et l'évolution attendue de Cicor ne sont pas entièrement reflétées dans les évaluations actuelles du marché des entreprises comparables. En outre, les entreprises cibles identifiées comme base pour la détermination des *transaction multiples* ne sont comparables à Cicor qu'au sens large.
- Les actions de Cicor doivent être considérées comme liquides sur la base du volume des transactions sur les bourses suisses ainsi que sur d'autres bourses et plates-formes de négoce à l'étranger. Pour cette raison, tant le cours de l'action que le VWAP des 60 derniers jours de bourse peuvent être pris en compte dans l'appréciation de l'adéquation financière de l'offre de OEP.
- Par rapport au cours de clôture de CHF 59.40 le 6 décembre 2024, le dernier jour de négoce avant l'annonce préalable de l'offre par OEP, le prix de l'offre de CHF 55.17 correspond à une décote de -7.12%. La comparaison entre le prix de l'offre et le VWAP (60 derniers jours de bourse) de CHF 55.17 au 6 décembre 2024 aboutit à une prime de 0.00%, car le prix de l'offre correspond exactement au VWAP.

© IFBC 2024

Appréciation finale de l'offre

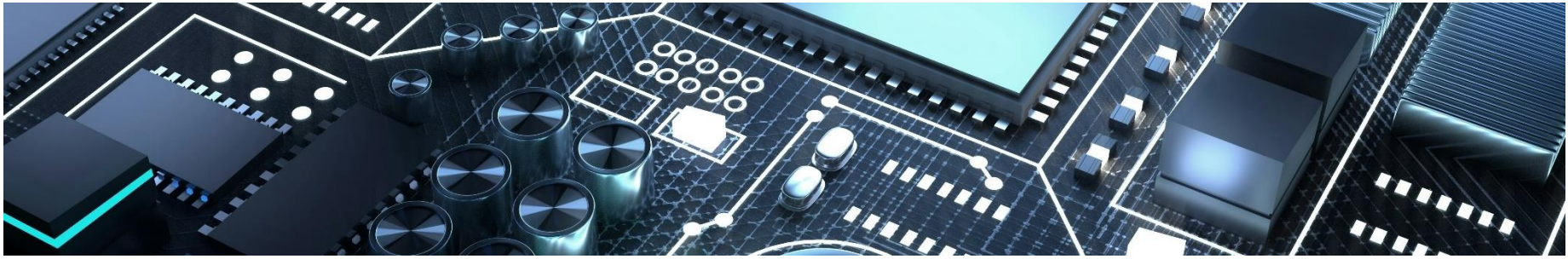
Sur la base de nos analyses et considérations ainsi que des résultats présentés, IFBC estime que le prix de l'offre de CHF 55.17 par action Cicor **n'est pas** équitable d'un point de vue financier. Cette conclusion repose sur les considérations suivantes:

- Le prix de l'offre correspond à seulement 52.2% du prix de l'action équitable selon l'évaluation DCF et se situe bien au-dessous de la fourchette de valeur résultant de l'analyse de sensibilité.
- Le prix de l'offre est inférieur à la fourchette de valeur qui résulte de l'application de *trading multiples* et correspond à seulement 77.5% de la moyenne des valeurs médianes des *trading multiples*. En outre, le prix de l'offre se situe aussi nettement au-dessous de la médiane de l'évaluation à l'aide de *transaction multiples*.
- Le prix de l'offre est inférieur au cours de clôture de l'action au 6 décembre 2024 et correspond exactement au VWAP des 60 derniers jours de bourse (au 6 décembre 2024).

Zurich, le 12 décembre 2024

Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner

Jan Hunziker
Manager



5 Annexe

5.1 Coût moyen pondéré du capital (WACC) Page 49

5.2 Analyse bêta au 30 novembre 2024 Page 51

5.3 Trading multiples au 30 novembre 2024 Page 52

5.4 Transaction multiples au 30 novembre 2024 Page 53

5.5 Table des abréviations Page 54

© IFBC 2024

5 Annexe

5.1 Coût moyen pondéré du capital (WACC)

Paramètre	Valeur	Description
Taux d'intérêt sans risque pondéré par les monnaies	2.00%	• Valeur la plus élevée entre la valeur minimale définie (limite inférieure pour le taux d'intérêt réel de 0.00% + inflation attendue à long terme) et le rendement des obligations d'État suisses à 10 ans (moyenne glissante sur un mois). • Compte tenu des différences d'inflation à long terme entre la Suisse et les États pertinents conformément à la répartition de devises estimée durable par la Direction de Cicor. • Sources: LSEG Data & Analytics, IMF World Economic Outlook (Octobre 2024), Direction de Cicor.
Prime de risque de marché	6.00%	• 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.
Facteur bêta apuré des dettes	0.83	• Le facteur 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 Cicor, des bêtas statistiquement significatifs d'entreprises du Peer Group sont également analysés. • La médiane du facteur bêta apuré des dettes du *peer group* au 30 novembre 2024 (dernier mois avant la date d'évaluation) est basée sur des rendements hebdomadaires sur une période de 2 ans. • Sources: LSEG Data & Analytics, Direction de Cicor.
Facteur d'endettement	0.19	• 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 Cicor (approche Hamada).
Facteur bêta avec dettes	0.99	• Le facteur bêta avec dettes mesure le risque systématique et reflète tant le risque opérationnel que le risque financier d'une entreprise.
Prime de risque	**5.91%**	

© IFBC 2024

Paramètre	Valeur	Description
Size Premium	3.35%	• 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 *size premium* est prise en compte dans le cadre du Capital Asset Pricing Model. La *size premium* est calculée à l'aide de méthodes statistiques basées sur la capitalisation boursière de l'entreprise. • Compte tenu de la capitalisation boursière de Cicor et de nos réflexions en matière d'évaluation, une size premium de 3.35% (moyenne des 9e et 10 e déciles du size premium selon Kroll) est appliquée. • Sources: LSEG Data & Analytics; Kroll au 31 décembre 2023.
Coût moyen des fonds propres	**11.26%**	
Taux d'intérêt de base pondéré par les monnaies	2.00%	• Valeur la plus élevée entre la valeur minimale définie (limite inférieure pour le taux d'intérêt réel de 0.00% + inflation attendue à long terme) et le rendement du taux swap à 5 ans (moyenne glissante sur un mois). • Compte tenu des différences d'inflation à long terme entre la Suisse et les États pertinents conformément à la répartition de devises estimée durable par la Direction de Cicor. • Sources: LSEG Data & Analytics, IMF World Economic Outlook (Octobre 2024), Direction de Cicor.
Spread de crédit	150pb	• Sur la base des données actuelles du marché et des conditions d'emprunt de Cicor, nous appliquons une majoration de 150pb sur le taux d'intérêt de base. • Sources: LSEG Data & Analytics, Direction de Cicor.
Coût moyen des fonds étrangers	**3.50%**	
Taux d'imposition	25.00%	• Taux d'imposition à long terme attendu de Cicor. • Source: Direction de Cicor.
Coûts moyens des fonds étrangers corrigés des impôts	**2.63%**	
Part des fonds propres	80.00%	• Définition d'une structure du capital cible de Cicor en accord avec la structure du capital des entreprises du *peer group*. • Source: LSEG Data & Analytics.
Part des fonds étrangers (Net Debt)	20.00%	
WACC (arrondi)	**9.50%**	

5.2 Analyse bêta au 30 novembre 2024

Entreprise	Pays	Monnaie locale	Endettement[1)] 11/2024	Bêta avec dettes aj.[2)] 11/2024	Bêta apuré des dettes aj. 11/2024
Cicor Technologies Ltd	Suisse	CHF	0.22	0.62	0.51
Benchmark Electronics Inc	Etats Unis d'Amérique	USD	0.04	0.98	0.94
Kitron ASA	Norvège	EUR	0.18	0.58	0.49
Scanfil Oyj	Finlande	EUR	0.06	0.59	0.56
Note AB (publ)	Suède	SEK	0.06	0.92	0.86
Kimball Electronics Inc	Etats Unis d'Amérique	USD	0.31	1.05	0.80
Incap Oyj	Finlande	EUR	0.00	1.07	1.07
TT electronics PLC	Royaume-Uni	GBP	0.36	0.65	0.48
Nortech Systems Inc	Etats Unis d'Amérique	USD	0.17	0.73	0.62
Hanza AB	Suède	SEK	0.15	0.86	0.75
Inission AB	Suède	SEK	0.20	0.90	0.75
Fabrinet	Île Caimans	USD	0.00	1.65	1.65
Médiane			**0.16**	**0.95**	**0.83**

1) Endettement: moyenne sur 2 ans (endettement net x (1- taux d'imposition) / fonds propres).
2) Bêta hebdomadaire aj. (2 ans) au 30 novembre 2024.
Les valeurs en gris sont exclues de l'analyse, faute de signification statistique.

Source: LSEG Data & Analytics.

5.3 *Trading multiples* au 30 novembre 2024

Entreprise	Pays	Norme comptable	Monnaie locale	Capitalisation boursière au 30 novembre 2024 en millions de CHF	Valeur d'entreprise au 30 novembre 2024[1] en millions de CHF	Multiples EBITDA aj.[2] 11/24 LTM	12/25 A	12/26 A
Cicor Technologies Ltd	Suisse	CH GAAP	CHF	204.5	284.1	5.3x	4.6x	4.3x
Benchmark Electronics Inc	Etats Unis d'Amérique	US	USD	1'564.7	1'524.5	7.8x	7.3x	n/a
Kitron ASA	Norvège	IFRS	EUR	501.1	586.7	7.8x	6.9x	6.1x
Scanfil Oyj	Finlande	IFRS	EUR	492.6	483.4	5.7x	5.3x	4.9x
Note AB (publ)	Suède	IFRS	SEK	300.4	316.8	7.7x	6.4x	5.5x
Kimball Electronics Inc	Etats Unis d'Amérique	US	USD	435.9	585.1	5.5x	5.7x	n/a
Incap Oyj	Finlande	IFRS	EUR	266.7	252.8	7.1x	6.2x	5.7x
TT electronics PLC	Royaume-Uni	IFRS	GBP	236.9	360.1	5.7x	4.5x	3.8x
Nortech Systems Inc	Etats Unis d'Amérique	US	USD	28.2	36.2	n/a	n/a	n/a
Hanza AB	Suède	IFRS	SEK	236.2	291.4	7.4x	5.2x	4.8x
Inission AB	Suède	IFRS	SEK	58.3	82.2	6.6x	5.9x	5.4x
Fabrinet	Île Caimans	US	USD	7'523.8	6'723.2	14.9x	12.2x	10.3x
3e quartile				**494.7**	**585.5**	**7.8x**	**6.7x**	**5.7x**
Médiane				**283.6**	**338.4**	**7.1x**	**5.9x**	**5.4x**
1e quartile				**228.3**	**276.3**	**5.7x**	**5.3x**	**4.8x**

1) Net Debt. pris en compte.
2) Les données sous-jacentes ont été corrigées des effets liés à ASC 842 et IFRS 16. Aucun autre ajustement n'a été effectué (notamment aucun ajustement pro forma lié aux F&A). Les écarts entre la capitalisation boursière de Cicor et celle des entreprises comparables et donc les premiums/décotes implicites liés à leur taille qui en résultent ont été pris en compte dans la détermination des multiples EBITDA au moyen d'un *size adjustment*.

Source: LSEG Data & Analytics.

5.4 *Transaction multiples* au 30 novembre 2024

Date	Entreprise cible	Acheteur/investisseur	Valuer des fonds propres en millions de USD (100%)	Multiples EBITDA aj.[1)]
21.01.2022	MLB Electronics Oy	Inission AB	3	4.4x
20.12.2021	bb Electronics AS	Kitron ASA	91	15.6x
12.08.2021	IEC Electronics Corp | IE1	Creation Technologies LP	174	22.3x
23.01.2020	AWS Electronics Ltd	Incap Oyj | ICP1V	19	8.1x
09.11.2018	MC Assembly Holdings Inc	SMTC Corp	70	7.4x
01.11.2018	Speedboard Assembly Services Ltd	Note AB	10	5.6x
15.09.2016	Exception EMS Ltd	Fabrinet | FN	16	6.0x
29.01.2016	GPV International A/S	Schouw & Co A/S	58	5.7x
06.10.2014	Kimball Electronics Inc	Kimball International Inc. (Spin Off)	210	5.0x
03.09.2014	CDR Manufacturing LLC	Key Tronic Corporation	47	12.8x
3e quartile				**11.6x**
Médiane				**6.7x**
1e quartile				**5.6x**

1) Les écarts entre la capitalisation boursière de Cicor et la valeur des fonds propres des entreprises cibles et donc les premiums/décotes implicites liés à leur taille qui en résultent ont été pris en compte dans la détermination des multiples EBITDA au moyen d'un *size adjustment*.

Sources: ION Analytics Mergermarket, LSEG Data & Analytics.

5.5 Table des abréviations

A	Attendu
A&D	Aérospatial et défense
ACN	Actif circulant net
AS	Advanced Substrates
CA	Conseil d'administration
CAGR	Taux de croissance annuel moyen
CAPEX	Investissements nets
CH	Suisse
CHF	francs suisses
Cicor, groupe, société cible	Cicor Technologies Ltd.
COPA	Commission des OPA
EBITDA	Résultat opérationnel avant intérêts, impôts et amortissements
EI	Écart intercartile
EMEA	Europe, Moyen-Orient et Afrique
EMS	Electronic Manufacturing Services
F&A	Fusion et acquisition
FCF	Free cash flow
FMI	Fonds monétaire international

IFBC	IFBC AG
IoT	Internet of Things
LTM	Last twelve months
MCN	Obligation convertible obligatoire (Mandatory Convertible Note)
Méthode DCF	Méthode du *discounted cash flow*
OEM	Original Equipment Manufacturer
OEP, l'offrante	OEP 80 B.V.
Offre	Offre publique d'acquisition obligatoire de OEP pour toutes les actions nominatives en mains du public de Cicor
pb	points de base
PCB	Circuit imprimé (Printed Circuit Board)
Prix de l'offre	Prix de l'offre de CHF 55.17 en espèces par action Cicor
S1 / S2	Premier / deuxième semestre
SIX	SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index
VF	Valeur finale
VWAP	Prix moyen pondéré par le volume (Volume-weighted average price)
WACC	Weighted average cost of capital
YTD	Year-to-Date

© IFBC 2024

IFBC AG, Riedtlistrasse 19 · 8006 Zurich · Tél: +41.43.255.14.55 · info@ifbc.ch · www.ifbc.ch

IFBC